

**[Thi June Tran og Shpetim Salihu]**

---

**[Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA]**  
**[Ved bruk av DCF-metoden og Relativ Prising]**

## Sammendrag

Hensikten med oppgaven er å verdi vurdere det børsnoterte selskapet Selvaag Bolig ASA. Dette gjennomføres ved å benytte tradisjonelle kontantstrømanalysen. For å understøtte resultatet fra kontantstrømanalysen benyttes også relativ prising tilnærming.

Kontantstrømanalysen verdsetter Selvaag Bolig ASA til NOK 1 434 millioner og en estimert aksjekurs på NOK 15,30. Relativ prising verdsetter selskapet til NOK 1 454 millioner og NOK 3 520 millioner. Dette innebærer en estimert aksjeverdi på NOK 15,51 ved bruk av P/E multiplikator, og en aksjekurs på NOK 37,54 per aksje ved bruk av P/BV multiplikator. Til sammenligning er børsverdien per 31.12.2013 på NOK 17,70.

I første del av oppgaven blir selskapet og boligbransjen presentert. Deretter utfører vi en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Disse analysene vil senere danne grunnlag for valg av innputtvariabler i verdsettelsen av selskapet. Før selve verdsettelsen av selskapet blir beregningen av avkastningskravet gjennomgått. I slutten av dette kapitlet ble det foretatt en rimelighetsvurdering av resultatet ved hjelp av relativ prising.

Avslutningsvis analyseres usikkerhet av verdiestimatet og konklusjon av oppgavens funn.

## Abstract

The purpose of this report is to estimate the value of the stock company Selvaag Bolig ASA. This is accomplished using the traditional cash flow analysis. The relative valuation approach is then used to support the findings from the cash flow analysis. The cash flow analysis values Selvaag Bolig ASA at NOK 1 434 millions and an estimated stock value of NOK 15,30. Relative valuation values the company at NOK 1 454 millions and NOK 3 520 millions. This implies an estimated stock value of NOK 15,51 using the P/E multiplier and a stock value of NOK 37,53 using the P/BV-multiplier. For comparison, the real stock value per 31.12.2013 was NOK 17,70.

In the first segment of this report the company and the real estate market are presented. This is followed by a strategic and a financial analysis. These analyses are used as a basis for the selection of input variables for the valuation of the company. Before the valuation is performed, the estimation of the required return presented. At the end of this a test of reasonableness is performed using relative valuation.

Lastly the uncertainty of the value estimate is analyzed, and the conclusion of the report's findings is presented.

## Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	1
Abstract .....	2
Forord .....	7
1.0 Innledning.....	8
1.1 Formål.....	8
1.2 Problemstilling.....	8
2.0 Presentasjon av boligmarkedet og Selvaag Bolig ASA.....	9
2.1 Boligmarkedets kjennetegn og mekanismer.....	9
2.1.1 Litt om tilbud og etterspørsel i boligmarked.....	9
2.2 Selskapsbeskrivelse.....	10
2.2.2 Aktuelle konkurrenter .....	11
3.0 Strategisk analyse .....	12
3.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	12
3.2 Ekstern analyse.....	12
3.2.1 Politiske forhold .....	13
3.2.2 Økonomiske forhold.....	14
3.2.3 Sosiokulturelle forhold .....	18
3.2.4 Teknologiske forhold.....	24
3.2.5 Miljømessige og juridiske forhold .....	24
3.3 Porters fem krefter.....	24
3.3.1 Trusler fra potensielle inntrengere.....	25
3.3.2 Press fra substitutter.....	26
3.3.3 Kundenes forhandlingsposisjon.....	27
3.3.4 Leverandørens forhandlingsposisjon.....	27
3.3.5 Rivalisering blant eksisterende aktører.....	29
3.3.6 Oppsummering av Porters bransjeanalyse.....	30
3.4 Internanalyse.....	31
3.4.1 Analysenivå .....	31
3.4.2 Analyseperiode .....	31
3.4.3 Benchmark .....	31
3.4.4 Analyse av nøkkeltall.....	31
4.0 Prognose for fremtiden.....	39

4.1	Prognoseperiode.....	39
4.2	Prognose av fremtidige salgsinntekter .....	40
4.3	Prognose av fremtidig margin.....	40
4.4	Prognose arbeidskapital.....	41
4.5	Prognose for reinvestering anleggsmidler .....	41
4.6	Prognose for langsiktig vekst.....	42
5.0	Valg av verdivurderingsmodell .....	42
6.0	Avkastningskrav .....	44
6.1	Egenkapitalkrav ( $r_e$ ).....	44
6.1.1	Risikofri rente.....	45
6.1.2	Markedsrisikopremie .....	47
6.1.3	Beta .....	48
6.1.4	Utrekning av egenkapitalkrav.....	51
6.2	Gjeldkrav ( $r_g$ ).....	52
6.3	Egenkapital- og gjeldsandel av selskapets total kapital.....	53
6.4	Totalkapitalkrav (WACC) .....	54
7.0	Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA.....	54
7.1	Diskontert fri kontantstrøm .....	54
7.2	Relativ prising .....	55
7.3	Markedsverdi versus estimerte aksjeverdier. ....	57
8.0	Sensitivitetsanalyse.....	58
8.1	WACC .....	58
8.2	Langsiktig vekst ( $g$ ) .....	60
8.3	Verdi per aksje med varierende WACC og varierende langsiktig vekst.....	60
9.0	Konklusjon.....	61
	Referanseliste: .....	62

## Tabeller

Tabell 1: Aktørenes markedsandel i bransjen .....	29
Tabell 2: Oppsummering av Porters analyse.....	29
Tabell 3: Likviditetsgrad 1.....	33
Tabell 4: Likviditetsgrad 2.....	33
Tabell 5: Egenkapitalandel.....	34
Tabell 6: Rentedeckningsgrad.....	35
Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet.....	36
Tabell 8: Resultatgrad.....	36
Tabell 9: Kapitalomløpshastighet.....	37
Tabell 10: Egenkapitalrentabilitet.....	38
Tabell 11: Margin.....	38
Tabell 12: Statsobligasjon rentesats.....	46
Tabell 13: Årlig risikofri rentesats.....	47
Tabell 14: Diskontert frie kontantstrømmer.....	55
Tabell 15: Estimert aksjeverdi.....	55
Tabell 16: P/E multiplikator.....	56
Tabell 17: P/BV multiplikator.....	57
Tabell 18: Differanse mellom estimert og aksjeverdi og børsverdi.....	57
Tabell 19: Verdi per aksje ved varierende WACC og langsiktig vekst.....	60

## Figurer

Figur 1: Verdiskapningsmodell.....	10
Figur 2: Arbeidsledighet.....	15
Figur 3: Produktivitet, lønninger og priser.....	16
Figur 4: Boligpriser og husholdningens gjeld.....	16
Figur 5: Faktisk og sesongkorrigert prisutvikling.....	17
Figur 6: Befolkningsframskriving i Akershus og Oslo.....	18
Figur 7: Befolkningsframskriving i Stavanger.....	19
Figur 8: Befolkningsframskriving i Bergen.....	19
Figur 9: Innvandring i 2012 i % av folketallet.....	20
Figur 10: Flyttinger til/fra utlandet.....	20
Figur 11: Eldrebølgen.....	21
Figur 12: Igangsatte boliger 2000-2013.....	22
Figur 13: Fullførte boliger 2000-2013.....	23
Figur 14: Nye boliger 2000-2013.....	23
Figur 15: Porters modell for bransjeanalyse.....	25
Figur 16: Nye boliger andel av bruktmarkedet og korrelasjonen mellom boliger i til salgs og endring i byggeaktivitet.....	26
Figur 17: Rentekurve.....	46
Figur 18: Rullerende 1-årig beta.....	49
Figur 19: Rullerende 1-årig volatilitet.....	50
Figur 20: Estimering av råbeta ved regresjonsanalyse.....	51
Figur 21: Endring i verdi per aksje når WACC varierer.....	59
Figur 22: Endring i verdi per aksje når langsiktig vekst varierer.....	60

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som et avsluttende ledd i master i økonomi og administrasjon ved Høgskolen i Oslo og Akershus. I valget av tema og problemstilling har vi vektlagt våre faglige interessefelt og erfaring. Vi har begge fordypet oss i finans og økonomistyring, og vil gjerne benytte teoretisk kunnskap på en praktisk problemstilling. Vi ønsker å knytte en sammenheng mellom strategiske, bedriftsøkonomiske og finansielle emner, og velger dermed å verdsette et selskap.

Gjennom vårt studiet har vi begge fått kjennskap til prosessen rundt verdsetting av store selskaper med positive kontantstrømmer. Vi ønsker å verdsette et selskap som er litt annerledes enn de fleste andre selskaper med hensyn på størrelsen, produkter eller andre elementer. I tillegg til dette er det vår interesse for boligmarkedet som har ført til at vi valgte å verdsette Selvaag Bolig ASA.

Å jobbe med verdivurdering av Selvaag Bolig ASA har vært veldig lærerikt og til tider veldig krevende. Det er krevende i forhold til tilgjengelighet av informasjon for å få til mere nøyaktige analyser. Likevel har vi tilegnet oss mye kunnskap om både selskapet og bolig industrien. Denne oppgaven har vært en fin måte å oppsummere studietiden på, og vi har fått en mye større innsikt i en verdivurderingsprosess.

Avslutningsvis vil vi takke vår veileder, professor Einar Belsom for konstruktivt kritikk og gode innspill underveis. Vi setter stor pris på at du alltid har vært tilgjengelig for oss i arbeidsprosessen.



## 1.0 Innledning

For de fleste nordmenn er kjøp av bolig eller leilighet den største investeringen de foretar seg i løpet av sitt livsløp. Forventning om verdistigning av bolig og nedbetaling av egen bolig, er ofte sett på som den viktigste sparemåten for nordmenn. Dette gjør at boligprisene får en stor betydning for privatøkonomien og opptar befolkningens oppmerksomhet.

### 1.1 Formål

Selvaag Bolig ASA er en av aktører på tilbudssiden i boligmarkedet. Selskapet har potensial til å øke velferdsnivået ved å utvikle effektive boliger og leiligheter. Vi håper med denne oppgaven å tilføre markedet informasjon om Selvaag Bolig ASA, og dermed bidra til å gjøre markedet for denne aksjen noe mer effisient.

Verdsettelsen av Selvaag Bolig bygger på forutsetninger som lesere kan være uenige i. Vi håper likevel at oppgaven kan bidra til synspunkter og diskusjoner om hva selskapet er verdt før en investeringsbeslutning, og dermed bidrar til å gjøre markedet mer effisient. Målet med oppgaven er å gi leseren nok informasjon til å kunne foreta hele verdsettelsen selv. Det gir da mulighet for den enkelte til å endre på forutsetninger der det anses som hensiktsmessig – enten som følge av endret markedssituasjon eller uenighet med denne oppgavens forfattere.

Oppgaven er basert på strategisk analyse, regnskapsanalyse og finansiell teori. Tradisjonell diskontert kontantstrømmetodikk anvendes for å verdsette Selvaag Bolig ASA. I tillegg vil relativ prising benyttes for å foreta en rimelighetsvurdering av verdien.

### 1.2 Problemstilling

Med utgangspunkt i formålet har vi definert en primær og to sekundær problemstillinger:

Primær problemstilling:

*Hva er estimert aksjeverdi for Selvaag Bolig ASA?*

Sekundær problemstilling:

*Er det avvik i estimert verdi og børsverdi på selskapet?*

*Er selskapet over eller undervurdert i markedet?*

## 2.0 Presentasjon av boligmarkedet og Selvaag Bolig ASA

I denne delen vil Selvaag Bolig ASA (SBO) og boligmarkedet i Norge bli introdusert. Hensikten med introduksjonen er å gi leserne et lite innblikk i det norske boligmarkedets kjennetegn og hvordan tilbud og etterspørsel fungerer på et generelt nivå. Når det gjelder Selvaag Bolig ASA er hensikten å la leserne få kjennskap til selskapets verdikjede, siden denne er avgjørende for hvorfor selskapet er annerledes enn andre selskaper som også tilbyr samme produkt. Den er også avgjørende i forståelsen av de valgene som har blitt foretatt i denne verdsettelsen.

### 2.1 Boligmarkedets kjennetegn og mekanismer

Boligmarkedet skiller seg ikke spesielt fra andre markeder. Boligprisene bestemmes av etterspørselen etter boliger og tilbudet av boliger. Markedet for boliger er svært heterogent, bestående av en rekke submarkeder kategorisert etter beliggenhet og boligtyper. Det er allikevel noe kjennetegn ved boligmarkedet som gjør at det skiller seg noe fra de andre markedet (Regjeringen 2004):

- Boligen er et «nødvendighetsgode», i den forstand at alle må ha et sted å bo.
- Mange nordmenn eier sin bolig, i motsetning til utlandet, der leie av boliger er mer vanlig (i Norge eies omtrent 80 prosent av boligene). Dette gjør boligen til den normalt sett største enkeltinvesteringen et norsk hushold gjør i løpet av livet.
- Innbyggerne har normalt en boligkarriere, og de skifter bolig avhengig av alder, arbeidssituasjon, familiesituasjon og eventuell migrasjon.
- Boligprisene varierer kraftig regionalt. I pressområder er boligprisen høy, som følge av høye tomtepriser, begrenset tilbud av og høy etterspørsel etter boliger. Det motsatte er tilfelle i fraflyttingsområder, der etterspørselen og dermed prisene er lave. For husholdninger som flytter fra fraflyttingsområder til pressområder blir således boligprisen (eller prisdifferansen) en avgjørende faktor, og de kan for eksempel ikke regne med samme boligstandard i pressområdet som de hadde tidligere.
- De høye tomteprisene i pressområder, sammen med bygge kostnadene, gjør nybygging av boliger kostbart.

#### 2.1.1 Litt om tilbud og etterspørsel i boligmarkedet

I boligmarkedet tilbyr en selger bolig med håp om å selge denne til høyest mulig pris, mens kjøperen som etterspør boligen vil helst ha lavest mulig kjøpesum for boligen. Likevekt i

prisene finner vi når kjøpers og selgers tilbøyelighet er på samme punkt. Boligtilbudet vil stort sett være stabil på kort sikt, fordi det tar tid å føre opp nye boliger og andelen nybygging er relativt sett lav i forhold til den totale boligmassen. Etterspørselsskift som følge av at flere vil være boligeier fører til at boligprisene presses oppover. Prisene går opp siden tilbudet av boliger på kort og mellomlang sikt er stabilt da tilføyning av nye boliger er tidskrevende. Ett scenario som er det motsatte av dette er at etterspørselen synker, som fører til at prisene går nedover helt til markedsliekevekten inntreffer. Siden tilbud og etterspørselssiden i boligmarkedet kan komme i ubalanse, vil det være muligheter for å hente ut gevinst på kort og mellomlang sikt. For øvrig er det slik at boligmassen vil tilpasse seg etterspørselen på lengre sikt. Tilbudssiden fluktuerer (er ikke-volatil) ikke mye på kort sikt fordi boligbygging krever nøye planlegging og arbeid over lang tid. Av denne grunn er det rimelig å anta at kortsiktige fluktasjoner i boligmarkedet hovedsakelig blir påvirket av endringer som finner sted i etterspørselen. Effekter som påvirker tilbud og etterspørsel i boligmarked vil vi komme nærmere inn under PESTEL-analysen.

## 2.2 Selskapsbeskrivelse

Selvaag Bolig konsern er et boligutviklingsselskap med en 60 års lang historie og erfaring. Selskapet ble børsnotert den 14. juni 2012 (Selvaag Bolig, 2014) og har en markedsverdi på NOK 1 650 090 000 per 14.jan.2014 (Oslo Børs, 2014). Selvaag Bolig ASA, som Selvaag Gruppen AS eier 53,3% av aksjene i, har ansvaret for hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger og kan illustreres med følgende verdiskapningsmodell (Selvaag Bolig årsrapport 2012, s.9):



Figur 1 Verdiskapningsmodell. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport 2013, s.9.

Ved utgangen av 2013 hadde konsernet totalt 99 ansatte, hvorav 57 var ansatt i morsselskapet, og resten i datterselskapene (Selvaag Bolig årsrapport 2012, s.22). Øvrige selskaper i

konsernet er Meglerhuset Selvaag som driver ordinær eiendomsmegling og boligutleie, Selvaag Bolig Modulbygg AS som leverer komplette boligprosjekter basert på moduler, og Selvaag Pluss Service AS som tilbyr tjenester knyttet til Selvaag Boligs Plusskonsept. Selskapets boligutviklingsvirksomhet består av både heleide og deleide boligutviklingsprosjekter, hvorav enkelte er i joint venture med eksterne investorer.

Selskapets hovedfokus og primærkilde til inntekter fremover vil være knyttet til boligutviklingsvirksomheten (Selvaag Bolig årsrapport 2012, s.19). Selskapet har til enhver tid flere tusen boliger under utvikling, og fokuserer på vekstområdene i og rundt Stor-Oslo, Bergen og Stavanger (Selvaag Bolig årsrapport 2012, s.2). Selvaag Bolig har et bredt utvalg boligtyper som deles inn i merkenavnene Start, Hjem og Pluss. Selskapets visjon er å være Norges ledende boligbygger. Det er to verdier som selskapet ønsker å være preget av: omtanke og skaperkraft (Selvaag Bolig årsrapport 2012, s.7). I 2011 fusjonerte Selvaag Bolig med Selvaag Pluss Eiendom KS og Hansa Property Group og kjøpte opp Bo En i Stavanger.

### **2.2.2 Aktuelle konkurrenter**

Det eksisterer flere eiendomsselskaper som driver med boligutvikling og utbygging i Norge, men det er få som styrer hele verdikjeden som Selvaag, altså fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger. Det vil si at de som operer med vertikal integrert verdikjede vil bli betraktet som Selvaag Boligs relevante konkurrenter. Disse selskapene er Otium, Veidekke Eiendom og Block Watne.

Otium er en aktør som driver med boligutvikling, salg og utbygging i Oslo, Kristiansand og Stavanger. Selskapet ble opprettet i 1998, og konsernet er organisert i divisjoner segmentert på Otium Bolig, Otium Fritid og Otium Næring. Selskapet har 53 ansatte og har et negativt resultat etter skatt på ca. NOK 24 millioner i 2012 (Otium årsregnskap, 2012, s.5-6). Otium Bolig har kontorer i Oslo, Stavanger og Kristiansand, og har ansvar for hele verdiprosessen fra tomteutvikling til ferdige boliger (Otium 2014).

Veidekke ASA er et entreprenør- og eiendomsutviklerselskap med 6 300 ansatte og en omsetning på 20 milliarder kroner i 2012. Selskapet er børsnotert og virksomheten omfatter bygge- og anleggsoppdrag, boligutvikling, asfaltvirksomhet, pukk og grus og veivedlikehold. Når det gjelder Veidekke Eiendom så driver de med utvikling, utbygging og salg av bolig hvor satsingsområder er i de største byene (Veidekke, 2014).

Block Watne eies av BWG Homes konsernet, som også eier Hetlandhus, samt svenske Myresjöhus, SmålandsVillan og Kärnhem. BWG Homes ASA er notert på Oslo Børs. Block Watne driver sin virksomhet over hele Norge, hvor kjernevirksomhet er utvikling av boligprosjekter som omfatter enebolig, rekkehus og leilighetsbygg. Selskapet ble opprettet i 1950 og har ca. 580 ansatte med en omsetning på 2,3 milliarder i 2012 (Block Watne, 2014).

### **3.0 Strategisk analyse**

I dette kapitlet skal vi foreta en strategisk analyse av Selvaag Bolig ASA og industrien de operer i. Hensikten er å finne de faktorer ved bransjen og selskapet som bidrar til å skape verdier i form av lønnsomhet og vekst.

#### **3.1 Rammeverk for strategisk analyse**

Rammeverket for analysen er en ”top-down” analyse. Metoden innebærer å begynne ovenfra og bevege seg nedover i prosessen med å finne verdidriverne. Det vil si de forhold som påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og evne til å øke verdien av selskapets eiendeler. Første steg er å analysere det makroøkonomiske klimaet, deretter bransjen selskapet opererer i og avslutningsvis selskapsspesifikke forhold (Thoresen 2011, s.39).

I den eksterne analysen vil vi gjennomføre en PESTEL-analyse, samt anvende Porters fem krefter for å få et innblikk i konkurranseintensiteten i leverandørindustrien. På selskapsnivå er det mulig å bruke SVIMA for å analysere om selskapet har evner eller ressurser som kan bidra til konkurransefortrinn. Verktøyet vil være vanskelig å benytte siden det ikke foreligger klare konkurransefortrinn for dette selskapet. Vi valgte dermed å gjennomføre en regnskapsanalyse for å vurdere selskapets lønnsomhet i forhold til konkurrentenes.

#### **3.2 Ekstern analyse**

PESTEL er et analyseverktøy som kan hjelpe oss med å identifisere makroøkonomiske forhold som har effekt på Selvaag Boligs virksomhet nå og i fremtiden. Analysen vil kunne gi oss en viss bakgrunnskunnskap for å kunne forutse utviklingen i boligmarkedet og hvilke

ringvirkninger den vil medføre for kommersiell boligutvikling. Målet vil være å finne faktorer som kan påvirke tilbud og etterspørsel som igjen bestemmer boligprisene og dermed lønnsomhet og vekst. Selvaag Bolig ASA fokuserer på vekstområder i og rundt Stor-Oslo, Stavanger og Bergen. Hovedvekten i vår data vil dermed komme fra disse områdene. Analysen kategoriserer makroøkonomiske forhold i seks kategorier: politiske, økonomiske, miljømessige, sosiokulturelle, teknologiske og juridiske forhold. Analysens fokus er å identifisere de spesifikke forhold som driver verdien i bransjen og selskapet på lang sikt.

### 3.2.1 Politiske forhold

Med boligpolitikk menes regler påkrevd og tiltak utført av myndighetene med den hensikt å sikre en rimelig balanse mellom tilbud og etterspørsel i markedet. I tillegg skal de sørge for at miljø- og kvalitetsaspekter blir ivaretatt. Boligpolitikken er et samspill mellom staten, kommuner og private.

Myndigheter har mange ulike tiltak som kan påvirke boligveksten positivt eller negativt, blant annet skattesubsidiering ved boligkjøp, boligøkonomiske virkemidler som boligsubsidiering og låneordninger som formidles gjennom Husbanken. Det har ikke vært endringer på disse tiltakene, med andre ord betrakter vi disse som stabile faktorer og har verken effekt på boligtilbud eller etterspørsel.

I 2012 kom det nye regler om krav til egenkapital. For å kunne kjøpe din første bolig må du nå ha minst 15 % i egenkapital for å få lån. I 2014 sendte Finansdepartementet brev til Finanstilsynet hvor departementet påviste at det i en del tilfeller kan være forsvarlig å gi boliglån til førstegangs boligkjøpere med en egenkapital ned mot 10 prosent. Hensikten med egenkapitalkravet ved boligkjøp er et tiltak for å dempe husholdningenes finansielle risiko. For førstegangsetablerende vil en lavere egenkapitalkrav i teorien gjøre det lettere for dem å komme seg inn i boligmarkedet, men som i virkeligheten ikke alltid er slik siden bankene opererer med ulike praksiser, og ikke alltid følger 10%-regelen. Mange med solid tilbakebetalingsevne må avstå fra boligkjøp på grunn av avslag på lånesøknader (Dagens Næringsliv, 2014). Dette vil påvirke etterspørselen negativt.

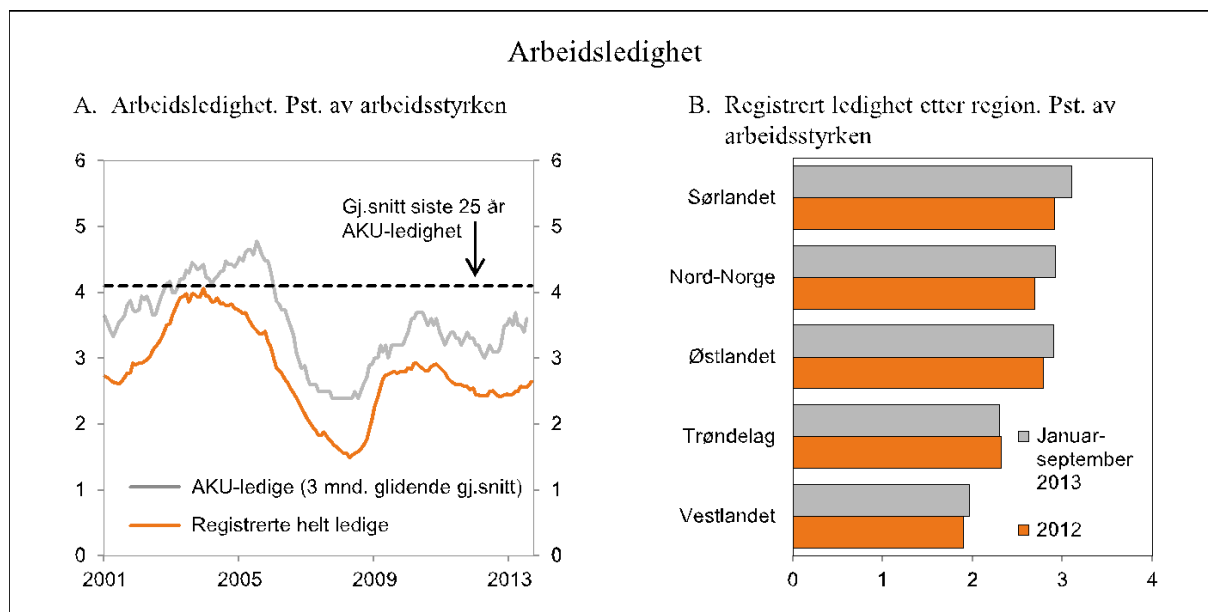
Frem mot 2030 forventes Oslo å vokse med 200 000 innbyggere. Dermed har Oslopolitikkerne åpnet opp for mer boligbygging i Oslo gjennom å gjøre det rimeligere å bygge bolig (Aftenposten, 2011). Dette vil påvirke boligtilbudet positivt.

Med unntatt i forslaget til endring i egenkapitalkrav ved boligkjøp og en forventet endring i boligsituasjon i Oslo, er det relativt stabil boligpolitikk fra myndigheter. Forutsigbarhet ved boligpolitikk er bra for markedet.

### **3.2.2 Økonomiske forhold**

Forventning om nedgang eller oppgang i landets økonomi er av betydning for boligmarkedet. Norsk økonomi er fremdeles god. En høy oljepris holder aktiviteten oppe på norsk sokkel, og anslaget til investeringer i olje- og gassvirksomhet er 5,4 % høyere i 2014 enn i 2013, og er 15 % høyere i 2013 sammenlignet med 2012 (Statistisk Sentralbyrå, 2014a). Oljevirkomheten kan defineres som en kjernevirksomhet i Norge, og petroleumsaktivitet gir dermed ringvirkninger i fastlandsøkonomien.

Bruttonasjonalprodukt (BNP) er et mål for den samlede verdiskapingen i landet og omfatter verdiskapingen i all næringsvirksomhet, offentlig forvaltning og ideelle organisasjoner. Finansdepartementet rapporterte i Nasjonalbudsjettet 2014 om en forventet vekst i norsk fastlandsøkonomi på 2,2 % i år og 2,7 % neste år, som følge av høy etterspørsel fra oljevirkomheten og økt privat forbruk (Meld. St. 1 (2013-2014), s. 6). I følge Norges Banks pengepolitikk rapport 3/13 antas fastlands-BNP å vokse rundt 2,25 % i 2014 (Norges Bank, 2013, s. 23), noe som er mindre enn anslaget i Nasjonalbudsjettet 2014. I tillegg forventes boliginvesteringen å ha en lavere vekst enn de siste par årene, og at vekstutsiktene er moderat bedre enn for handelspartnerne. Dette samsvarer med Nasjonalbudsjettet 2014 hvor boliginvesteringen anslås å øke med 5 % i inneværende år og 3 % neste år (Meld. St. 1 (2013-2014), s. 34).



**Figur 2 Arbeidsledighet. Kilde: Meld.St.1 (2013-1014), s.42.**

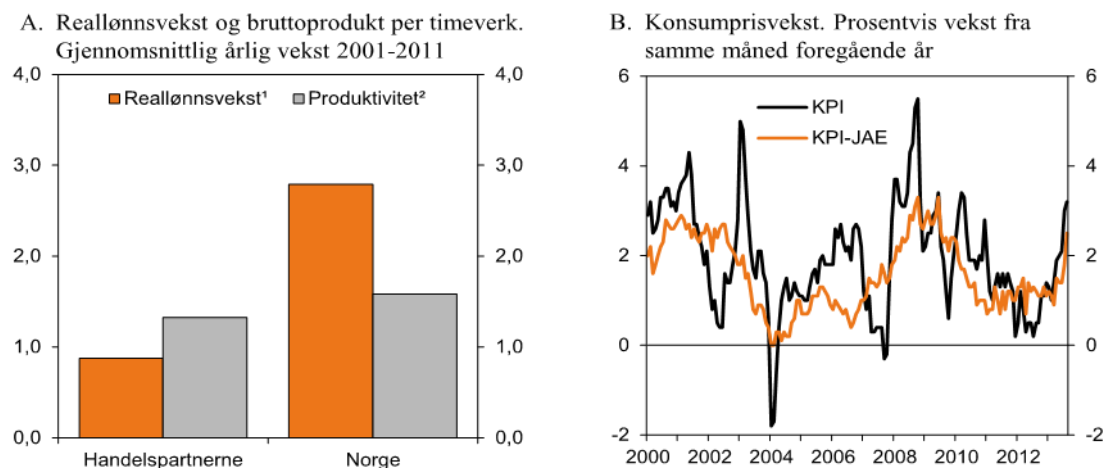
Oppgangen i fastlandsøkonomien gjenspeiles i arbeidsmarkedet. Arbeidsledigheten er lav, både sammenliknet med gjennomsnittet for de siste 25 årene og sett i forhold til nivået i andre land. Nasjonalbudsjettet 2014 rapporterte at veksten i sysselsettingen anslås å fortsette i 2013, men i et mer moderat tempo enn i fjor. Arbeidsledigheten forventes å holde seg noenlunde stabilt framover. Anslaget for AKU-ledigheten er 3,4 % i 2013 og 3,5 % i 2014, mens den registrerte ledigheten anslås til henholdsvis. 2,5 % og 2,6 %.

Ifølge rapporten fra Finanstilsynet forventer både Norges Bank og Statistisk sentralbyrå at konjunkturoppgangen fortsetter de nærmeste årene, men prognosene er noe nedjustert som følge av svekkelsen i internasjonal økonomi (Finanstilsynet 2013, s. 8).

Situasjonen i Europa, med lave renter og forventninger om et langvarig lavt rentenivå, gir begrenset handlingsrom for pengepolitikken i Norge. Den lave styringsrenten bidrar til generell aktivitetsøkning, lav arbeidsledighet, god lønnsvekst og stigende boligpriser. I kombinasjon med skattemessig favorisering av boliginvesteringer, bidrar en ekspansiv penge- og finanspolitikk til sterkt stigende boligpriser i de senere årene, som igjen er en sentral driver for husholdningenes gjeldsvekst.

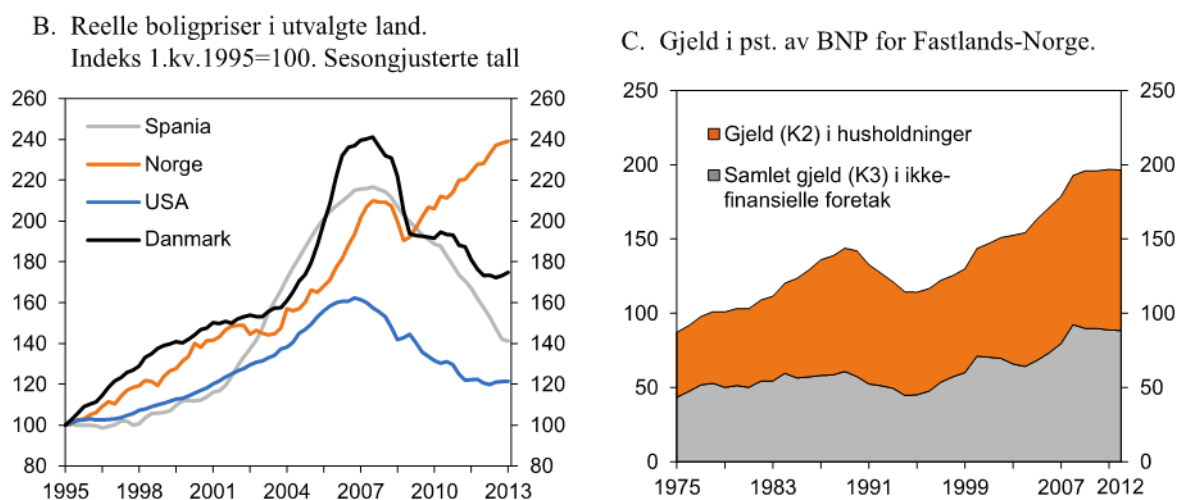


## Produktivitet, lønninger og priser



Figur 1 Produktivitet, lønninger og priser. Kilde: Meld.St.1 (2013-2014), s.37.

Figur 3 (Meld. St. 1 2013-2013, s.37) viser at kjøpekraften til norske arbeidstakere over flere år har steget mer enn arbeidstakernes produktivitet og mer enn for arbeidstakere i andre land. Sammen med utsikter til fortsatt lave renter og oppgang i lønnsinntektene trekker dette i retning av normal vekst i husholdningenes forbruk i 2014.



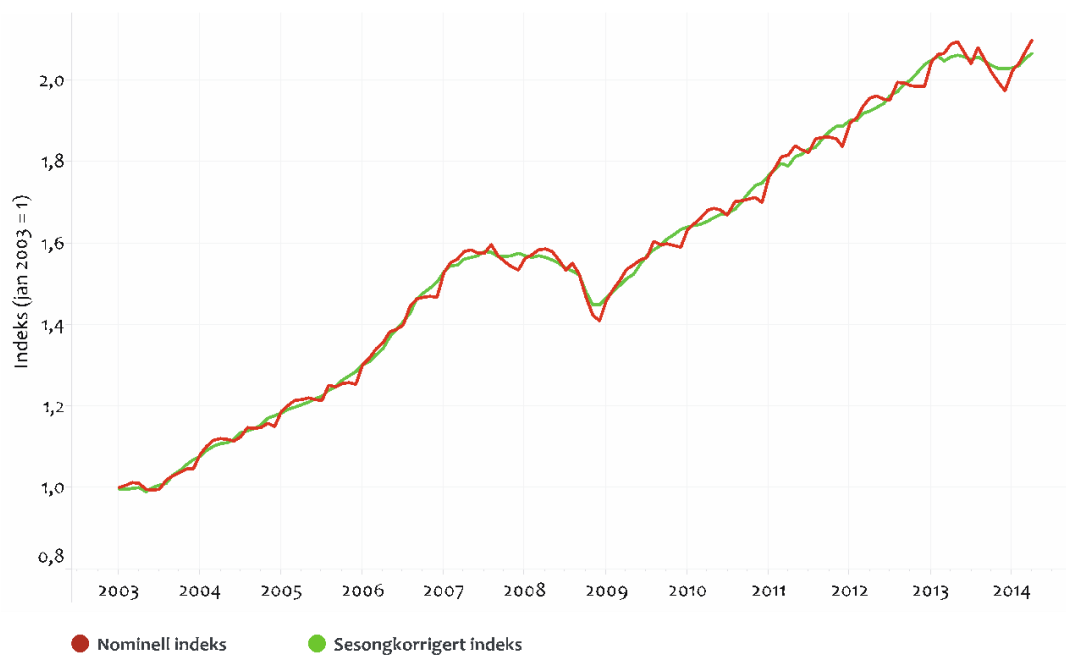
Figur 4 Boligpriser og husholdningenes gjeld. Kilde: Meld.St.1 (2013-2014), s.31.

Siden starten av 2009 har boligprisene hatt en sterk økning, men ifølge Nasjonalbudsjett 2014 har oppgangen stoppet opp den siste tiden. Sammen med boligprisutvikling viser figur 4 (Meld. St. 1 2013-2014, s.31) at husholdningenes gjeld er på et høyere nivå enn før.

Nasjonalbudsjett 2014, Pengepolitisk Rapport 3/13 og rapporten fra Finanstilsynet tyder på at det fortsatt er vekst i norsk økonomi, men på et moderat nivå. Det er også forventet en

avdempet vekst i sysselsettingen. Veksten i boliginvesteringene og næringseiendommene ventes å avta noe i tiden framover. En moderat forventning til norsk økonomisk vekstnivå taler for en forventning om lavere aktivitet og vekst i boligmarkedet. Dette indikerer en forventning om noe nedgang i tilbud og etterspørsel for bolig. Dette vil ha en negativ effekt ved verdsetting av Selvaag bolig ASA senere i oppgaven.

## Boligprisutvikling



**Figur 5 Faktisk og sesongkorrigert prisutvikling. Kilde: Eiendom Norge 2014, s.4.**

Vi har ovenfor poengtert at boligmarkedet svinger i takt med de økonomiske forholdene i samfunnet. Men på lang sikt er det ett prinsipielt argument som taler for stadig høyere boligpriser, nemlig at vi blir rikere. Mange av faktorene som har betydning for boligprisene har mye større betydning på forholdsvis kort tid enn de har over lang tid. For eksempel vil rentenivået og arbeidsledigheten variere rundt et likevektsnivå. Sett over lang tid vil derfor ikke disse parameterne ha en stor betydning. Vi står derfor igjen med lønnsøkningen som den viktigste faktoren. Prisene bør som nevnt over tid stige minst i takt med lønnsutviklingen. Samtidig er det grunn til å forvente en positiv reallønnsøkning, noe som gjør at disponibel inntekt øker. Dette trekker i retning av at den langsiktige prisveksten skal være noe høyere enn lønnsveksten.

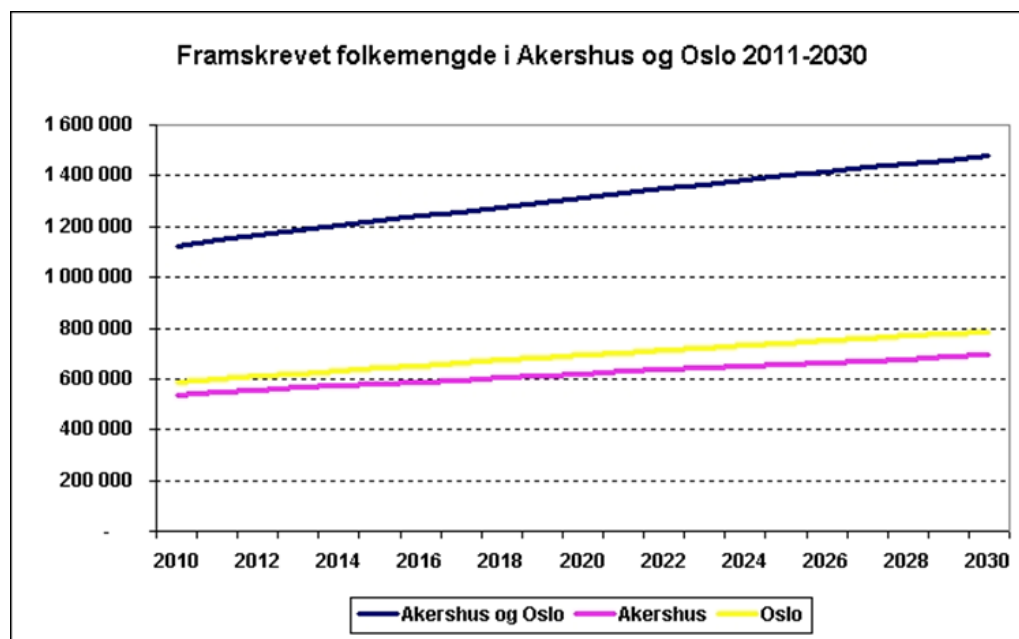
Figur 5 (Eiendom Norge 2014, s.4) viser at Norge har opplevd en stigende trend i boligprisene helt siden begynnelsen av 2009. For første gang siden finanskrisen kan vi i 2013

registrere et lite fall i boligprisindeksen, men ved inngangen av 2014 begynner boligprisene å stige noe. Prisutviklingen indikere et attraktivt boligmarked og forventning om stabile priser.

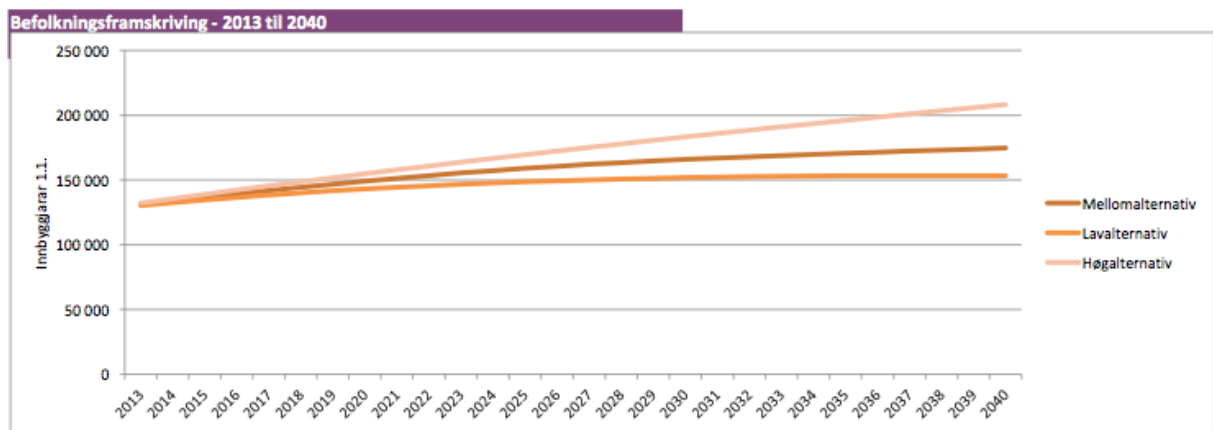
### 3.2.3 Sosiokulturelle forhold

Tilflytting- og fraflyttingsmønsteret fra utlandet er faktorer som påvirker etterspørselen og tilbudet. Hvis det for eksempel er flere svensker eller polakker som flytter til Norge grunnet bedre arbeidsforhold og bosetter seg her, vil dette kunne føre til høyere boliggetterspørsel og tilbud ved mer utbygging. I motsatt tilfelle, hvis arbeidsmarkedet stagnerer eller synker, er det mulig at svenskene eller polakkene flytter tilbake til sitt hjemland. Dette vil kunne medføre til at flere boliger eller leiligheter blir stående tomme, som igjen kan bidra til lavere etterspørsel og fall i boligprisene, og videre medføre til en lavere lønnsomhet ved utbygging. Analyse av befolknings sammensetning, størrelse og utvikling vil kunne gi oss noe indikasjoner om vekst i boligmarkedet.

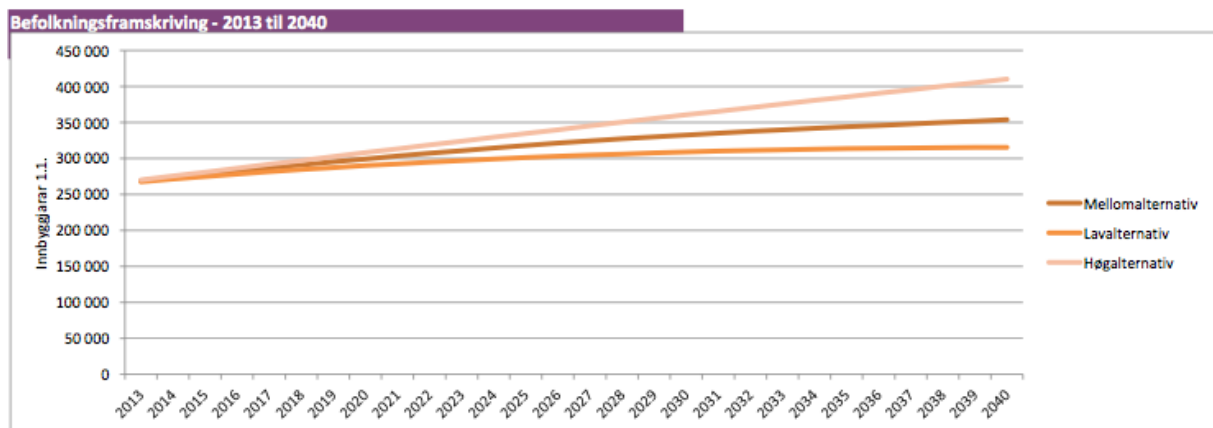
#### Befolkningsvekst i Oslo, Bergen og Stavanger



Figur 6 Befolkningsframskriving i Akershus og Oslo. Kilde: Oslo kommune 2014.



Figur 7 Befolkningsframskriving i Stavanger. Kilde: Regjeringen 2013a, s.1.

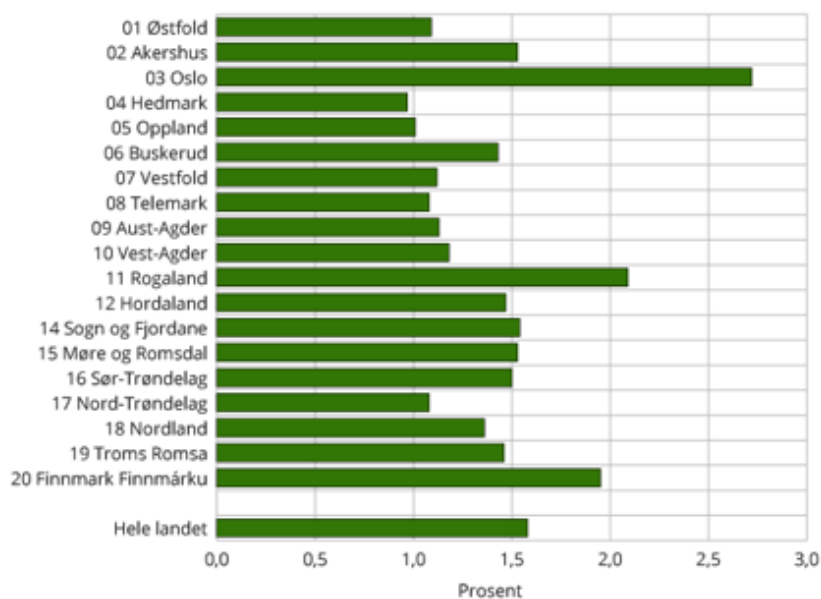


Figur 8 Befolkningsframskriving i Bergen. Regjeringen 2013b, s.1.

Figur 6 (Oslo kommune 2014), figur 7 (Regjeringen 2014a, s.1) og figur 8 (Regjeringen 2014b, s.1) viser at befolkningen vil vokse fra 2011 til 2030 for alle tre områdene. Oslo har en befolkning på ca. 600 000 og vil vokse med ca. 200 000 mot 2030. For Stavanger og Bergen viser mellomalternativet at befolkningen vil vokse med ca. 40 000 og 200 000 mot 2040. Høyere befolkningsvekst indikerer et større behov for bolig og taler dermed for vekst i boligutvikling i disse områdene.

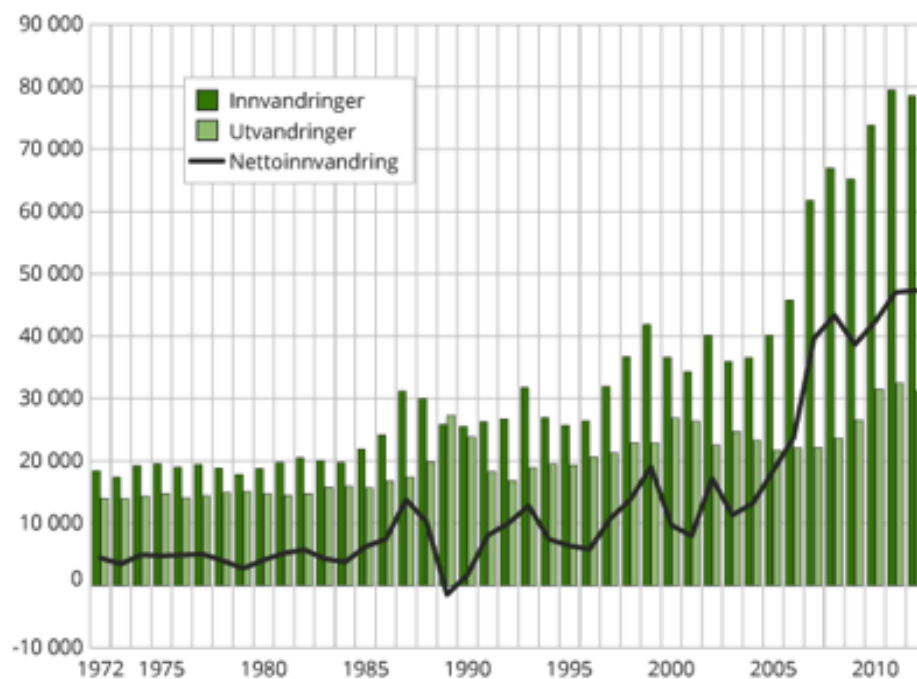
Norge har hatt en økning i innvandring i flere år. Figur 9 (Statistisk Sentralbyrå 2013) viser at Oslo er blant fylkene der tallet er høyest etter fulgt av Rogaland. I de siste årene har nettoinnvandring økt mye sammenlignet med årene før, og kan skyldes av gode arbeidsforhold og vilkår i Norge sammenlignet med andre land i EU/EØS. Dette kommer frem i figur 10 (Statistisk Sentralbyrå 2013).

### Innvandringer i 2012 i prosent av folketallet



Figur 9 Innvandringer i 2012 i % av folketallet. Kilde: Statistisk Sentralbyrå, 2013.

### Flyttinger til/fra utlandet. 1972-2012

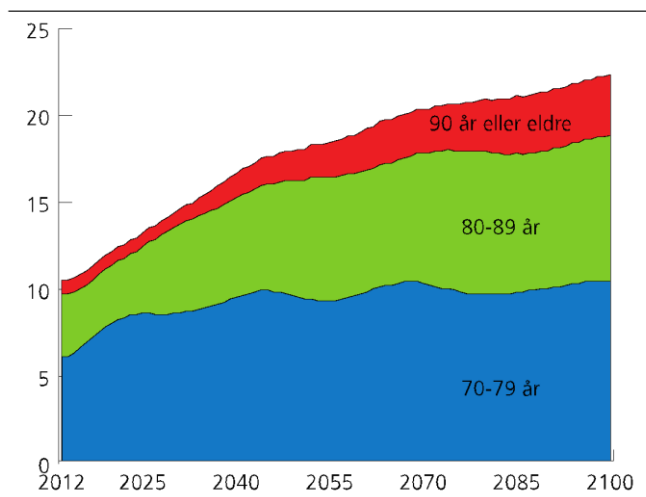


Figur 10 Flyttinger til/fra utlandet. 1972-2012. Kilde: Statistisk Sentralbyrå, 2013.

Statistisk Sentralbyrå har gitt ut en rapport med navnet «Regional framskrivning av antall innvandrere 2011-2040» (Statistisk Sentralbyrå 2012a). Tabell 7.2 på side 44 i rapporten viser økning i alle områdene. Dette taler for en innvandringsvekst, som igjen indikerer om et behov for flere boliger.

Det er forventet en befolkningsvekst i fremtiden. På langsikt taler dette for vekst både i etterspørsel og tilbud. Dette vil påvirke positivt under vekstanalysen ved verdsetting av selskapet senere i oppgaven.

### Samfunnet eldes



Figur 11 Eldrebølgen. Kilde: Statistisk Sentralbyrå, 2012b, s.55.

I dag utgjør antall personer som er 70 år eller mer drøyt 10 prosent av befolkningen. Men prosentandelen kommer til å stige relativt raskt, ettersom de store kullene som ble født etter krigen nærmer seg alderdommen, samtidig som de eldre lever stadig lenger (Statistisk Sentralbyrå, 2012, s.54.). Fremtidens eldre vil på mange måter være annerledes enn dagens eldre. De vil utgjøre en svært differensiert gruppe med ulike muligheter og behov. De fleste vil ha et høyt utdanningsnivå, en god helse og personlig økonomi. Utviklingen i boligbyggingen i fremtiden vil sannsynligvis være påvirket av denne befolkningsgruppen. De eldre vil trolig flytte fra store enebolig med hager inn i leiligheter som sannsynligvis skal ha en viss størrelse slik at barn og barnebarn kan komme på besøk. Denne gruppen vil bidra positivt i etterspørsel etter leiligheter.

### Psykologi

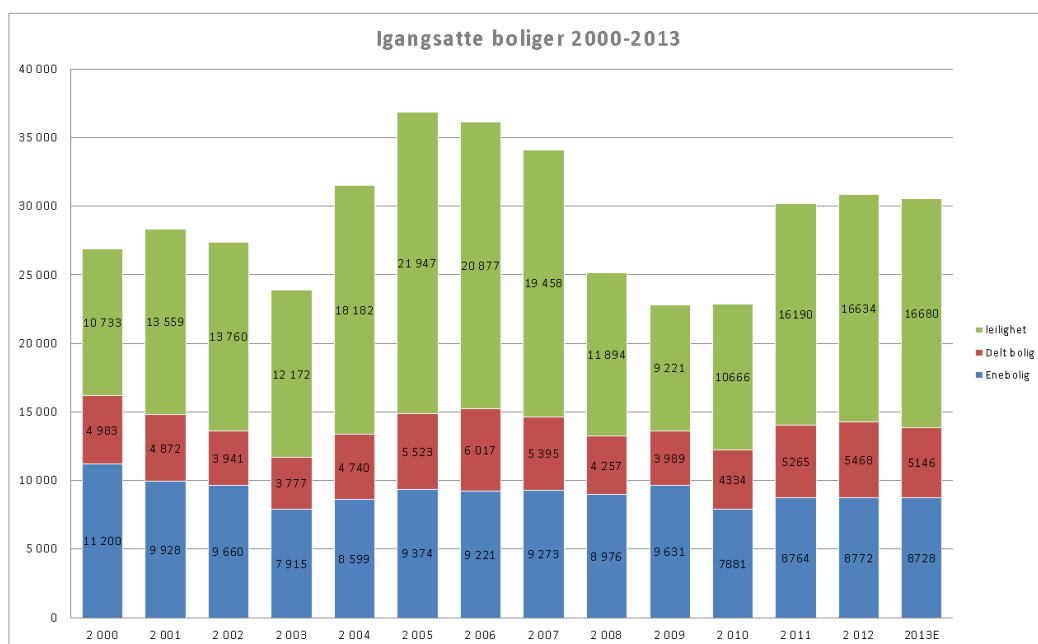
Psykologi er også en viktig faktor. I utgangspunktet kjøper de fleste bolig for å ha et sted å spise, sove og elske. De fleste i Norge har en oppfatning om at bolig er en langsiktig og sikker investering. Dermed vil dette påvirke etterspørselen positivt. Samtidig vil media påvirke befolkningens oppfatning av boligmarkedet, noe som skaper svingninger i boligprisen. Det har for eksempel kommet flere nyheter som signaliserer stagnasjon i boligmarkedet. Overskrifter som "IMF advarer mot norsk boligboble" fra Dagens Næringsliv (Dagens

Næringsliv 2013) og ”Nå kan du prute så det spruter på nye boliger” fra Dagbladet (Dagbladet 2013) er eksempler på hvordan mediene kan påvirke boligetterpørselen og boligutviklingen i negativ retning.

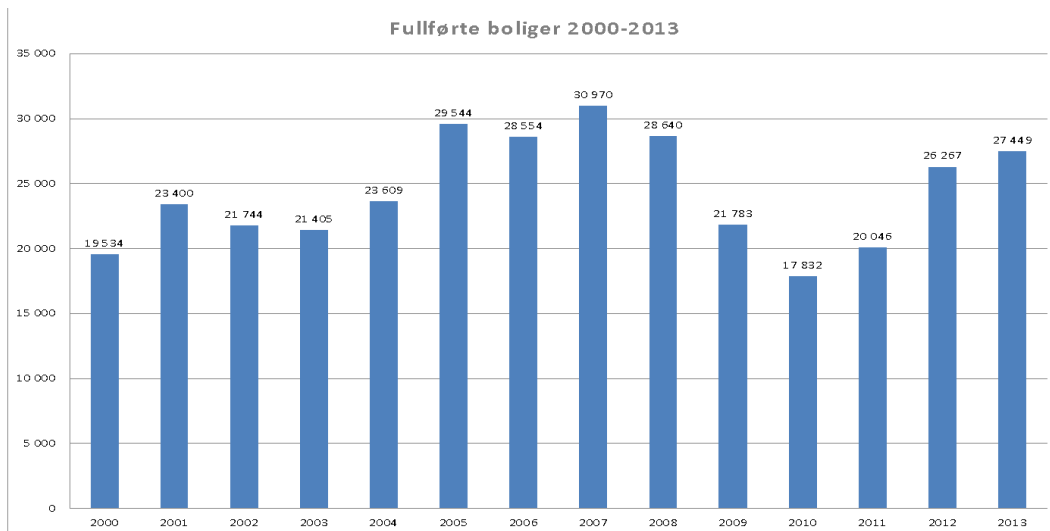
”Bobler”-tanken kan føre til at folk er mer avventende i forhold til kjøp av bolig. Det er naturlig at folk ikke vil kjøpe ved høy pris i tilfellet boligboblen sprekker, og det medfører til etterspørselen reduseres på kort sikt. Et avventende marked vil gi en negativ effekt på tilbudssiden med tanken på boligutviklingen, og som igjen vil gi en negativ effekt ved prediksjon av vekst for å verdsette selskapet.

### Byggeaktivitet

Data for igangsatte og fullførte boliger for hele landet og for de relevante områdene kan være en god indikasjon på tilbudet i boligmarkedet. Eiendomsverdi AS publiserte en rapport ”Fakta om boligmarkedet” -hvor de sammenlignet byggeaktiviteten opp mot salget av brukte bolig. Via denne rapporten kan vi si noe om endringer i tilbudet av boliger til salgs.

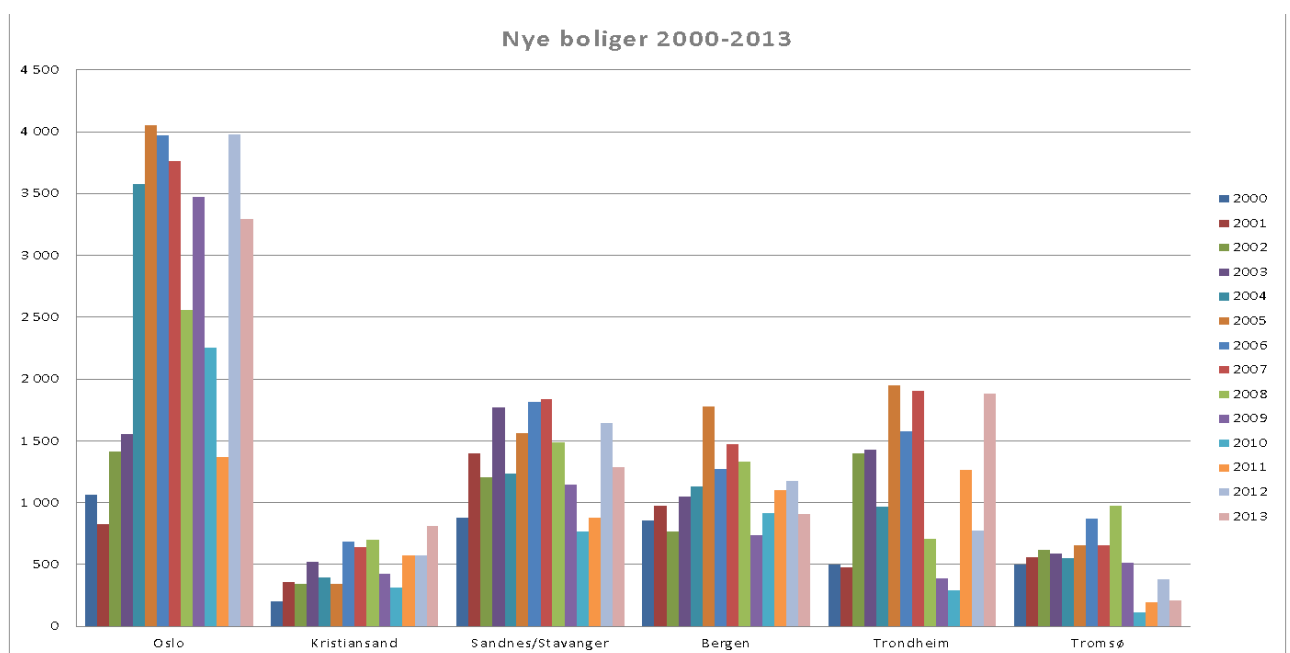


Figur 12 Igangsatte boliger 2000-2013. Kilde: Eiendomsverdi, 2013, s.1.



Figur 13 Fullførte boliger 2000-2013. Kilde: Eiendomsverdi, 2013, s.1.

Byggeaktiviteten har vært varierende fra år til år. Aktiviteten var størst i perioden 2005-2007. Etter 2007 dalte det ned frem til etter 2010, da boligproduksjonen kan vise til stigende tendenser. Variasjonen i byggeaktiviteten påvirkes hovedsakelig av leilighetssegmentet, mens enebolig og delte bolig ligger på et relativt stabilt nivå.



Figur 14 Nye boliger 200-2013. Kilde: Eiendomsverdi, 2013, s.1.

Variasjonen i byggeaktiviteten for hele landet reflekteres også i Oslo, Stavanger og Bergen. Boligtilbudet for nye boliger har steget fra 2011 til 2012, mens i 2013 ser vi en fallende trend for nevnte områdene.



Tilbudet av nye boliger reduseres noe i 2013, noe som kan tenkes å være naturlig med tanken på at etterspørselen forventes å være i moderat vekst inn mot år 2014.

### **3.2.4 Teknologiske forhold**

I 2007 ble det for første gang bygd passivhus som består av to leiligheter i Sørumsand. Passivhus er hus med en spesiell konstruksjon som gir et vesentlig lavere energibehov enn dagens standard. Energiforbruket reduseres gjennom passive tiltak som ekstra varmeisolasjon, ekstra god tetthet, gode vinduer, utnyttning av solenergi og varmeenergi. Teknologien for bygging av passivhus er stadig under utvikling og Sintef Byggforsk i Norge mener passivhusstandard kan og bør innføres allerede i 2015. Dette er et populært tema for eiendomsvirksomhet i de siste årene hvor tilhengere av passivhus ønsker å omgjøre konseptet til en lovhjemlet standard. I 2011 kom en norsk standard for passivhus, kalt NS 3700. Utenom passivhus har det ikke vært vesentlige teknologiske endringer ved boligbyggingen de siste årene.

Markedet for de tjenester og produkter leverandørindustrien leverer, karakteriseres av noe teknologisk utvikling for å kunne tilby bedre og mer pålitelige produkter og tjenester. Selv om passivhus har vært i fokus i de senere årene, er det en treg prosess hvor produkter og tjenester er preget av lite teknologisk utvikling. Likevel vil bedriftenes evne til å følge utviklingen i hold, utstyr og arbeidsprosesser, påvirke deres konkurransedyktighet i stor grad.

### **3.2.5 Miljømessige og juridiske forhold**

Fra og med januar 2010 ble det innført nye byggeforskrifter som stiller strengere krav til blant annet brannsikring, heisvolum, varmegjenvinning og randonsikring. Dette medførte til høyere kostnader for utbyggere og kjøpere, og dermed kan slike miljømessige lover og forskrifter påvirke tilbud og etterspørselen etter tjenester og produkter i bransjen.

## **3.3 Porters fem krefter**

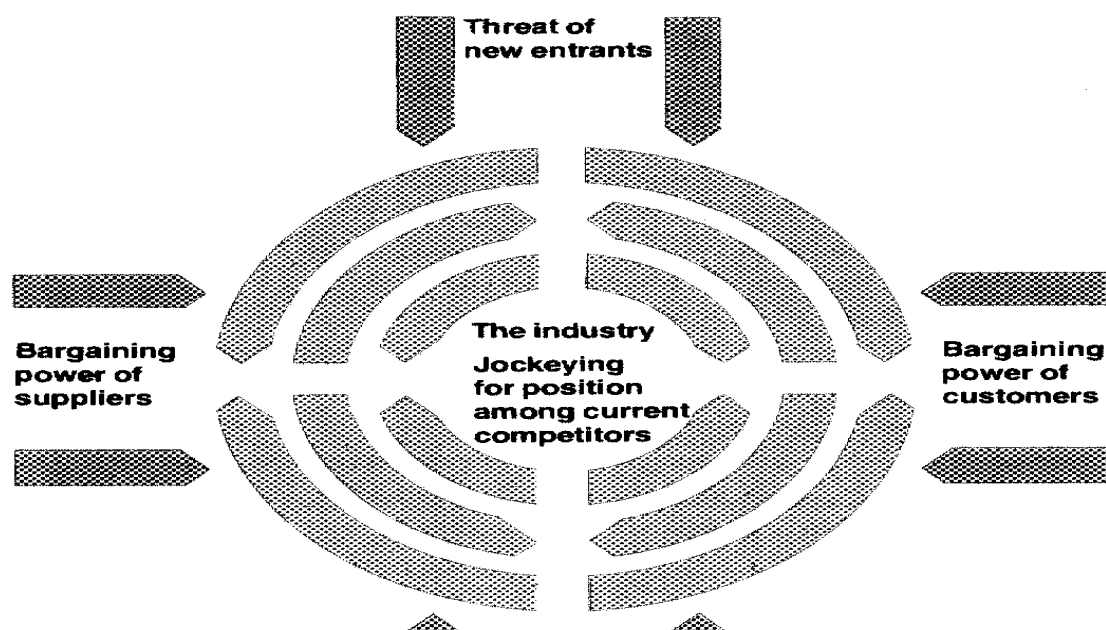
Michael Porters modell for bransjeanalyse kan betegnes som en strategisk analysemodell av eksterne faktorer. Hovedelementet i modellen er fem faktorer som Porter mener kan forklare en bedrifts konkurransevne og dynamikken i industrien bedriften opererer i. Modellen ser på strukturelle faktorer som ligger til grunn for lønnsomhetsutviklingen i ulike bransjer eller

delbransjer.

---

**Exhibit**  
**Forces governing competition in an industry**

---



Figur 15: Porters modell for bransjeanalyse. Kilde: Porters bransjeanalyse, 1979.

Selvaag Bolig ASA er et boligutviklingselskap som styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger. Under konkurranseintensitetsanalysen vil dette bli tatt hensyn til. Det vil si at alle eiendomsselskaper som ikke er vertikal integrerte eller ikke har hele verdikjeden vil bli betraktet som substitutter.

### 3.3.1 Trusler fra potensielle inntrengere

I de senere årene har urbanisering og høy boligpris ført til sterk vekst i aktiviteter innen boligmarked. Dermed kan det tenkes at den økte aktiviteten vil medføre til flere nyetableringer både fordi bransjen blir mer attraktiv og fordi det finnes ledig kapasitet.

Det eksisterer allerede mange aktører i denne bransjen, og på grunn av dette er det vanskelig for de aktørene der ute å hindre andre til å etablere seg. Dette betyr, ifølge Bains typologi, at det er en akseptert etablering i forhold til mange andre bransjer og har ingen strukturelle etableringshinder. Det som kan hindre nyetablererne i bransjen er at eksisterende aktører har

bygget opp sitt merkenavn med flere års virksomhet. Sterkt merkenavn kan bidra til å heve inntrengingsbarrieren.

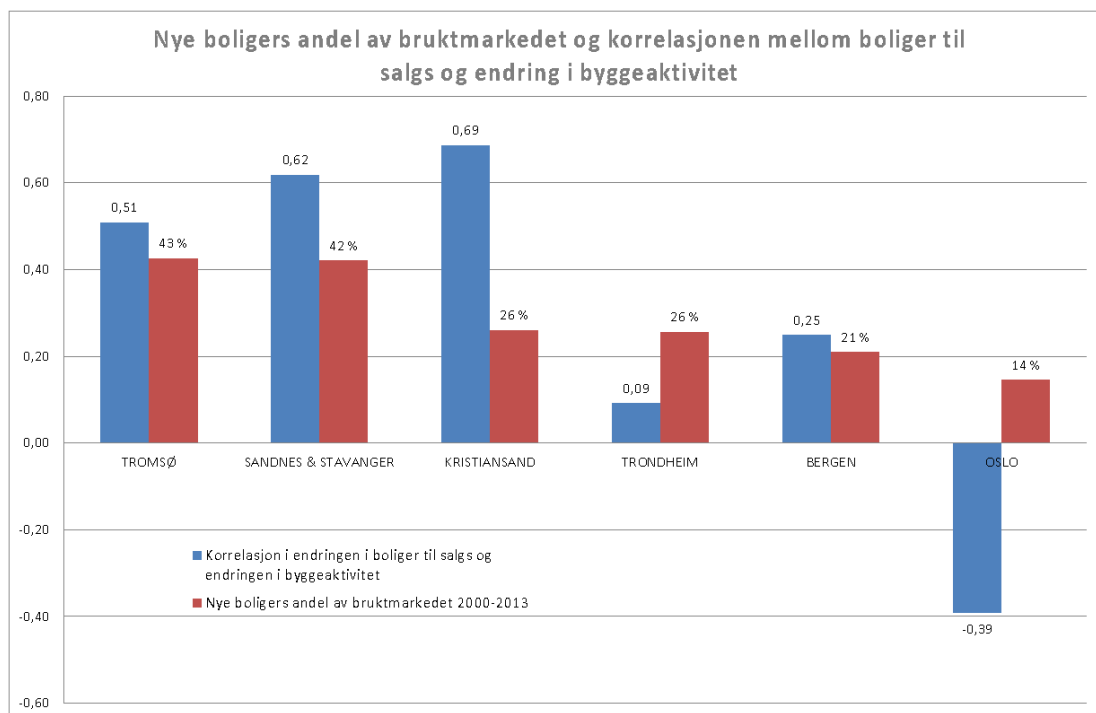
Informasjonen ovenfor resulterer i den konklusjon at trusler fra inntrengere er moderate.

### 3.3.2 Press fra substitutter

Med substitutter menes i denne sammenheng et produkt som kommer fra en annen bransje, men som kan tilfredsstille tilsvarende behov. Substitutter reduserer den potensielle lønnsomheten i bransjen ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivå.

Det eksisterer mange entreprenører som driver deler av bransjens verdikjede, og blant de største er OBOS, Norgeshus, Aspelin Ramm, iHus og DNB Eiendom. Selskapene er ikke vertikal integrerte, men har sterke merkenavn og kan tilby noen av de samme produktene som Selvaag Bolig ASA. De kan dermed føre til et stort press på Selvaag Bolig ASA.

Alternativet til ny boligbygg er blant annet bruktmarkedet. Eiendomsverdi har gitt ut en rapport hvor de sammenlignet andelen av nye boliger av bruktmarkedet i forhold til total boligmarkedet.



Figur 16 Nye boligers andel av bruktmarkedet og korrelasjonen mellom boliger til salgs og endring i byggeaktivitet. Kilde: Eiendomsverdi 2013, s.3.

Resultatet viser at Sandes/Stavanger har størst positivt samvariasjon og er blant de med stor andel av nye bolig i forhold til totalmarkedet. Bergen har også en positiv samvariasjon men med en mindre andel av nye bolig sammenlignet med Stavanger. Oslo derimot har negativ samvariasjon og byggeaktiviteten utgjorde minst andel av totalmarkedet. Dette betyr at nybyggingsmarkedet har størst påvirkningsgrad i Stavanger, mindre Bergen og minst i Oslo. Resultatet indikerer at andelen av boliger i bruktmarked i Oslo er så stor at det er tøffere konkurranse for boligtilbyderne å kapre kunder, mens det er litt enklere i Bergen og enda mindre konkurranse mot substitutter i Stavanger.

Et annet alternativ kan være leiemarkedet. Etter at myndighetene satte krav om 15 prosent egenkapitalkrav ved kjøp av bolig, har bankene strammet inn sin praksis på boliglån. Dette har medført til at mange unge nyetablerere har vanskeligheter med å komme seg inn i boligmarkedet og faller dermed over til leiemarkedet for å få et sted å bo.

Disse delmarkedene tar deler av fortjenestekaken i bransjen og dermed står bransjen ovenfor et stort press fra substitutter, spesielt fra selskaper som ikke er vertikal integrerte.

### **3.3.3 Kundernes forhandlingsposisjon**

Kundernes forhandlingskraft avhenger både av antall kunder som er i et marked, og av antall mange tilbud kundene har å velge mellom.

Produkter og tjenester i boligmarkedet er differensierte, men tilbyderne av bolig er ikke differensierte i vesentlig grad. Bransjen er preget av mange små enkeltindivider som kunder. På grunn av urbanisering og befolkningsvekst er det forventet høyere boliggetterspørsel. Dette kan føre til boligkonkurranser mellom kundene og da spesielt i attraktive områder. Med dette mener vi at kunder har en svak forhandlingsmakt.

### **3.3.4 Leverandørenes forhandlingsposisjon**

Leverandører kan på visse betingelser presse overskuddet ned i en bransje. I praksis skjer dette ved å ha høye priser eller redusere kvaliteten på varene og tjenestene som leveres. Dette kan skje hvis leverandørene har forhandlingsmakt.

En av de viktigste leverandørene for eiendomsselskap er bankene. De har makten til å bestemme om de vil finansiere et eiendomsprosjekt eller ei, og til hvilken renter.

Bankvirksomhet har blitt mer konservative på utlån etter finanskrisen. Virksomheten er også avhengig av myndigheters reguleringer, som igjen påvirker eiendomssektoren. I Norge eksisterer det flere store banker som investerer i eiendomsselskaper, blant annet DNB, Nordea, Storebrand med mer. Banken som leverandør har stor forhandlingsmakt i forhold til eiendomsselskaper. Samtidig er det flere konkurrenter i bankbransjen, noe som indikerer at eiendomsselskapet som søker om finansiering har flere aktører å velge mellom. Dette taler for at bankene har en middels forhandlingsposisjon.

Blant de viktigste materialene som trenges for å bygge bolig er sement og betong, vinduer, dører, isolasjon, tre og vann.

Sement og betong hører under samme kategori, ettersom sementen blir til betong ved utblanding. Det er veldig vanlig at de fleste betongleverandører også tilbyr ren sement ved siden av. I Norge er det over 60 leverandører som tilbyr betong. De varierer i størrelser, men de største i omsetning er Nordbetong, Unicon AS og Ølen Betong AS. Det eksisterer ca. 68 leverandører som tilbyr isoleringsmaterialer. De største av dem er blant annet BMC, Vartdal Plastindustri AS og Glava Isolasjon. Isolasjonsteknikker kan variere fra leverandør til leverandør, men stort sett kan disse leverandørene levere tilsvarende produkter. Det at det er svært mange sement-, betong- og isolasjonsleverandører å velge mellom, indikerer at de har svak forhandlingsmakt.

Mengden av dør- og vindusleverandører er ikke så stor i Norge. Den største av leverandørene er Nordan, som har en omsetning på 1,4 milliarder. I tillegg til Uldal som er et mellomstor selskap. Ser man kun på leverandører av dør og vinduer i Norge, er det veldig få. På en annen side eksisterer det internasjonale selskaper som Selvaag kan forhandle med. Et eksempel på et utelandseid selskap er Komplettvindu, selskapet tilbyr vindu og står for alt inntil produktet kommer frem til kunden. I en globalisert verden som vi lever i, er det lett tilgjengelig å finne alternativer i utlandet hvis prisen i Norge skulle være for høy. Dette kan føre til priskonkurranser eller prispress for eksisterende leverandører i Norge. På bakgrunn av dette kan man tenke seg at selskaper som Nordan og Uldal kommer til å justere prisen på vinduer til å være tilnærmet lik det som tilbys i det internasjonale markedet. På bakgrunn av globalisering har dør- og vindusleverandører moderat forhandlingsmakt.

Når det gjelder tilgangen til vann, utføres tjenesten som oftest av offentlig myndighet eller aktør. Disse har så å si monopol, samtidig som det er regulert i sin leveranse og har dermed sterk forhandlingsposisjon.

Forskjellige leverandører har forskjellige forhandlingsposisjoner, noen er svakere i sin posisjon enn andre. Vi mener at bankene som leverandør er blant den viktigste, dette fordi selskapet er veldig avhengig av finansering fra bankene. Boligprosjekter vil stoppe totalt opp hvis selskapet ikke får inn finanseringen. Denne leverandøren har vi konkludert med å ha en middels posisjon. En annen leverandør som ligger i middels posisjon er vinduer og dører, mens resten ligger på den svake siden av en forhandlingsposisjon. På bakgrunn av vektleggingen og resultatet som har kommet frem for hver av leverandørene, mener vi at leverandører har moderat forhandlingsmakt.

### **3.3.5 Rivalisering blant eksisterende aktører**

Med direkte konkurrenter menes her konkurrerende bedrifter som tilbyr det samme tilbudet, og som dermed bidrar til industririvalisering.

#### *Herfindahl-Hirschman-indeksen*

For å avgjøre konkurranseintensiteten blant eksisterende aktørene i bransjen anvender vi Herfindahl-Hirschman-indeksen (HHI). Indeksen er definert som summen av de kvadrerte markedsandelene for samtlige foretak i et marked. HHI vil ha en verdi mellom 0 og 1. Hvis HHI ligger nær 1, så har vi lav konkurranseintensitet. Er indeksen nær null, så er konkurranseintensiteten høy. Hvis indeksen befinner seg i 0,5 er vi i en duopol-situasjon.

Markedsandelen er beregnet ut ifra gjennomsnittlige driftsinntekter for de tre siste årene for hver konkurrent i bransjen. Til slutt kvadrerte vi aktørenes andeler for å finne HHI-verdien.

<i>Aktuelle Aktører</i>	Gjsnt. Drifstinntekter	
	Beløp i NOK 1000	Andel av total
Veidekke	1 806 333	0,23
Otium	695 052	0,09
Block Watne	3 578 393	0,46
Selvaag Bolig	1 714 400	0,22
<b>Total</b>	<b>7 794 178</b>	<b>1,00</b>

Tabell 1 Aktørenes markedsandel i bransjen.

HHI-indeksen er som følge:

$$0,23^2 + 0,09^2 + 0,46^2 + 0,22^2 = 0,32$$

HHI-indeksen på 0,32 trekker i retning av at vi har en moderat konkurranseintensitet blant aktørene siden det tilsvarer ca. 3 like store aktører. Hadde det vært veldig mange aktører så hadde HHI vært tilnærmet 0 og vi hadde hatt frikonkurranse, noe som ikke er i dette tilfellet.

### 3.3.6 Oppsummering av Porters bransjeanalyse

Tabell 2 nedenfor gir en komplett oversikt over hvilken grad de fem kreftene virker inn på industrien. Stort press fra substitutter bidrar til å senke lønnsomheten i industrien. Svak forhandlingsmakt fra kunder og liten trussel fra nye aktører indikerer at boligmarked er en attraktiv bransje. Total sett ser det ut som bransjen er i et moderatnivå og det er fortsatt muligheter for bransjen å vokse.

Porters 5 krefter	Lav	Moderat	Høy
Trusler fra potensielle inntrengere	X		
Press fra substitutter			X
Kundenes forhandlingsposisjon	X		
Leverandørenes forhandlingsposisjon		X	
Rivalisering blant eksisterende aktører		X	

Tabell 2 Oppsummering av Porters bransjeanalyse.

## 3.4 Internanalyse

Formålet ved regnskapsanalysen er å se hvordan selskapets økonomiske stilling er nå og hvordan utviklingen har vært. Ved å se på fortiden får vi innblikk i hva selskapet har skapt av verdier og hvordan selskapet gjorde det i forhold til konkurrentene sine. Det viktigste ved analysen er at fortiden kan danne et grunnlag for å predikere selskapets fremtidige kontantstrømmer.

### 3.4.1 Analysenivå

Optimalt sett bør man verdivurdere selskapet per forretningsenhet fordi ulike forretningsenheter ofte operer i segmenter med ulike økonomiske karakteristika, ulike utviklingsfaser og markeder med forskjellige risikoer. Men ved første øyekast ser det ut som de ulike forretningsområdene i konsernet sannsynligvis ikke er så ulike fordi enhetene ikke er diversifisert på tvers av ulike bransjer. Dette taler for at en analyse på konsernnivå vil føre til tilstrekkelig god informasjon for å gjennomføre analyser.

### 3.4.2 Analyseperiode

For å kunne fange opp trender vil vi bruke fem års historikk ved regnskapsanalysen. Samtidig er vi klar over komplikasjoner ved dette valget i og med at selskapet gjorde et oppkjøp i 2011 og var ikke børsnotert før juni 2012. Dette kan bidra til skjevhet og unaturlig utvikling som vi ikke klare å fange opp.

### 3.4.3 Benchmark

Valget av benchmark består av to alternativer. Den ene er å sammenligne Selvaag med gjennomsnittlig bransjetall der Selvaag selv er med i beregningen av gjennomsnittet. Det andre alternativet er å sammenligne selskapet med deres konkurrenter.

Vi har valgt å sammenligne selskapet med deres konkurrenter. Disse konkurrentene er de samme som er definert under Porters analysen.

### 3.4.4 Analyse av nøkkeltall

Nøkkeltallanalyse består av to deler. En analyse av lønnsomhet og en analyse av risiko (Damodaran 2012, s.45-50). Fra en investors perspektiv er han eller hun både opptatt av lønnsomhet og risiko knyttet til selskapet.



Analyse av risiko kan deles inn i to kategorier (Damodaran 2012, s.48). Den ene kategorien er risiko som man kan få opplyst i fotnotene til regnskapet, mens den andre er analyse av både likviditet og sannsynligheten for konkurs. I Selvaag Bolig sitt tilfellet så er det bare analyse av den sist nevnte kategorien som er relevant.

Vi har både beregnet gjennomsnittet og medianen for konkurrentene, men velger å bruke gjennomsnittet ved sammenligning mot selskapet. Selv om det er store variasjoner i nøkkeltallene mellom konkurrentene, så er det ikke markant forskjell på gjennomsnittet og medianen for konkurrentene. Det er generelt en svakhet ved nøkkeltallanalysen at vi bare har definert 3 konkurrenter. Ved bruk av medianen vil det nesten være som om man sammenligne opp mot ett selskap. Det vil i så fall være feil. En annen svakhet ved nøkkeltallanalysen er at noen av selskapene som er definert som konkurrenter driver med andre virksomheter enn bare boligvirksomhet som kan da svekke sammenligningen med Selvaag Bolig.

### Likviditetsanalyse

Begrepet likviditet betyr bedriftens betalingsevne. I analysen av likviditet er det sentralt å se om selskapet kan betale sine forpliktelser ettersom de forfaller. Det er den kortsiktige gjelden som må betales først for å kunne drive virksomheten videre, og den anbefales å betale med omløpsmidler. Siden selskapet utfører prosjekter med kontrakt, vil vi ikke beregne likviditetsgraden basert på lagringstid og omløpstider. Vi vil dermed bare basere oss på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Likviditets grad 1 =  $\text{Omløpsmidler} / \text{Kortsiktig gjeld}$

Likviditetsgrad 2 =  $(\text{Omløpsmidler} - \text{Varebeholdning}) / \text{Kortsiktig gjeld}$ .

Det finnes ytterligere to likviditetsgradsdefinisjoner, men vi velger å forholde oss til kun grad 1 og 2 av likviditet. En tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være minst 2 og likviditetsgrad 2 bør være 1.

Likviditetsgrad 1	2009	2010	2011	2012	2013
Gjsnt for konkurrenter	2,39	2,11	2,40	2,23	2,22
<b>Selvaag Bolig ASA</b>	<b>0,61</b>	<b>0,68</b>	<b>2,95</b>	<b>3,00</b>	<b>4,47</b>

Tabell 3 Likviditetsgrad 1

Selskapets nåværende likviditetsgrad 1 (LG1) er langt over anbefalt verdi og har en god positiv trend de siste fem årene. Økningen er særlig merkbart fra 2010 til 2011. Dette skyldes stort sett økningen i omløpsmidler som kom fra oppkjøpet i 2011. Konkurrentene oppfylder også kravet til en likviditetsgrad på 2. Selskapets likviditet er lavere enn konkurrentenes i 2009 og 2010, og er høyere enn konkurrentene fra og med 2011. Ettersom både Selvaag og konkurrentene  $LG1 > 2$  de siste 3 årene, så kan det tyde på at  $LG1 > 2$  er nødvendig i denne bransjen. En annen forklaring som kan drive likviditet opp er at selskapet har lite kortsiktige gjeld, noe som gjenspeiles i Selvaag Boligs regnskaper.

Likviditetsgrad 2	2009	2010	2011	2012	2013
Gjsnt for konkurrenter	1,11	0,61	0,61	0,52	0,54
<b>Selvaag Bolig ASA</b>	<b>0,15</b>	<b>0,13</b>	<b>0,32</b>	<b>0,95</b>	<b>1,26</b>

Tabell 4 Likviditetsgrad 2

Selskapets nåværende likviditetsgrad 2 (LG2) er innenfor anbefalt verdi. Den har hatt en positiv utvikling fra 2010 til 2013. Økningen har vært særlig sterk fra 2011 til 2012, og skyldes som nevnt tidligere oppkjøpet i 2011. Omløpsmidler har økt betraktelig etter oppkjøpet, mens varebeholdningen har vært nokså stabil. Det er bare kun i 2009 at konkurrenter har greid å oppnå kravet på 1 for LG2. Dette kan tyde på at kravet om en LG2 på 1 ikke er nødvendig i denne bransjen. Dette kan skyldes at boligselskapene har enorme varebeholdninger for boliger under bygging. De utgjør en stor andel av omløpsmidlene.

I årene 2012 og 2013 er Selvaags LG2 større enn konkurrentenes. Forbedringen kan skyldes oppkjøpet. Etter oppkjøpet i 2011 har omløpsmidlene økt mye mer enn varebeholdningen, samtidig som at kortsiktig gjeld har holdt seg nokså like fra år 2011 til 2012. Selskapets nåværende likviditetsgrad er innenfor anbefalt verdi, men samtidig er det mye som tyder på at dette ikke er nødvendig i denne bransjen. Ut ifra trenden som selskapet har hatt de siste 3 årene og den nåværende situasjon, ser vi ingen fare for at Selvaag ikke skal kunne gjøre opp for sine kortsiktige forpliktelser med de mest likvide midlene i fremtiden.

Selv om Selvaag ser ut til å ha en god likviditet så er det likevel vanskelig å konkludere om sannsynligheten for konkurs uten å se nærmere på informasjon om soliditet og lønnsomhet.

### Soliditetsanalyse

Mens likviditet fokuserer på betalingsevnen på kort sikt, sier soliditet noe om evnen til å innfri forpliktelser på lang sikt (Langli 2010, s.707). Soliditet er definert som virksomhetenes evner til å overleve vanskelig tider (Sending 2006, s.417).

Egenkapitalprosenten gir et uttrykk for hvor mye man har å gå på før kreditorene begynner å tape penger. Altså høyere EK-andel betyr at du er i større stand til å overleve perioder med dårlige resultater. En vanlig krav til EK-andel er at egenkapital bør ligge på 1/3 av total kapitalens størrelse og gjerne mer (Sending 2006, s.417).

$EK\text{-andel} = \text{Egenkapital} / \text{Total Kapital}$

EK-andel	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	27 %	29 %	27 %	25 %	27 %
Selvaag Bolig ASA	17 %	30 %	24 %	37 %	38 %

Tabell 5 Egenkapitalandel

Selskapets nåværende EK-andel er innenfor anbefalt verdi. Fra og med 2011 har trenden vært positiv, men økningen har vært marginalt fra 2012 til 2013. Konkurrentenes gjennomsnittlige EK-andel oppfyller ikke kravet i samtlige år. Selskapets EK-andel har vært større enn konkurrentenes de to siste årene. Økningen i selskapets egenkapitalandel skyldes emisjonen som ble foretatt i juni 2012. I tillegg har selskapet greid å ferdigstille boliger til levering og solgte flere boliger i 2012 enn i 2011. Ut ifra utviklingen selskapet har hatt og EK-andel de har nå, ser vi ingen grunn til at selskapet vil ha problemer med å overleve vanskelige perioder i fremtiden.

Et annet viktig nøkkeltall som er viktig for vurdering av soliditet er rentedekningsgraden. Denne måler både lønnsomheten og soliditeten siden god lønnsomhet og lave renter driver rentedekningsgrad oppover. Nøkkeltallet forteller hvor mange ganger bedriften med dagens resultat kan betale rentekostnadene virksomheten hadde siste år. Jo høyere tallet er jo bedre er de i stand til å dekke rentene sine. En tommelfingerregel er at tallet ikke bør være lavere enn 3, og hvis det er mindre enn 1 går selskapet med underskudd (Sending 2006, s.418).

Rentedekningsgrad = (Resultat før skatt + rentekostnader) / rentekostnader

Rentedekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	0,1	2,2	6,7	8,6	10,9
Selvaag Bolig ASA	1,7	0,9	0,4	8,2	6,1

Tabell 6 Rentedekningsgrad

For år 2009 til år 2011 er ikke rentedekningsgraden innenfor anbefalt verdi. Selskapet har hatt underskudd i 2010 og 2011 og har også gjort det dårlige enn konkurrentene i alle årene utenom år 2009. Dette skyldes først og fremst at Selvaag har hatt dårligere lønnsomhet enn konkurrentene.

Selskapets nåværende rentedekningsgrad er 6,1, som betyr at selskapets resultat er 6,1 ganger høyere enn rentekostnader, noe som er innenfor anbefalt verdi. De siste to årene har tallene kommet tilbake til anbefalt verdi, og årsaken til dette er betydelig bedre lønnsomhet kombinert med litt lavere gjeldsgrad som medfører til lavere rentekostnader. Det spranget som har skjedd mellom år 2011 og år 2012 skyldes til dels oppkjøpet og til dels flere ferdigstilte boliger i 2012 enn 2011. Selv om nøkkeltallet har hatt en liten nedgang fra 2012 til 2013, så er selskapets nåværende rentedekningsgrad innenfor anbefalt verdi. På grunn av størrelsen på rentedekningsgraden ser vi ingen grunn til at selskapet har soliditetsproblemer.

Resultatet viser at selskapet har god soliditet. Skulle selskapet i fremtiden gå med underskudd som de gjorde i 2010 og 2011, så ser vi ingen fare for selskapet ikke skal klare å dekke tap.

### Lønnsomhetsanalyse

Analyse av lønnsomhet består i å undersøke et selskaps evne til å tjene penger, gitt de ressursene selskapet har tilgjengelig (Langli 2010, s.683). For å være eksplisitt på at lønnsomhetsmålingen skjer ved hjelp av regnskap, bruker vi rentabilitet. Rentabilitet måler altså lønnsomhet ved hjelp av regnskapsinformasjoner. Vi kan konstruere forskjellige rentabilitetsmål. De mest brukte er totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet (Langlig, 2010, s.684).

Totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor inntjening bedriften har hatt på sin totale investert kapital uavhengig av hvordan kapitalen har blitt finansiert (Langlig, 2010, s. 687).

Totalkapitalrentabiliteten = (Ordinær resultat før skattekostnad + rentekostnader) \*100/  
Gjennomsnittlige totalkapital.

Totalkapitalrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	2 %	3 %	8 %	3 %	5 %
Selvaag Bolig ASA	4 %	2 %	1 %	9 %	5 %

Tabell 7 Totalkapitalrentabilitet.

Fra 2009 til 2011 har Selvaag en nedgang i totalkapitalrentabiliteten men etter 2011 har rentabiliteten steget enormt. Sammenligner vi med konkurrentene så har de motsatt utvikling, altså økning fra 2009 til 2011 og deretter nedgang. Grunnen til økningen i de to siste årene var blant annet oppkjøpet og at selskapet ferdigstilte og overleverte flere boliger. Økningen indikerer også at selskapet har blitt mye bedre til å utnytte sine ressurser. Utviklingen fra 2012 til 2013 var negativt for selskapet, mens positivt for konkurrentene.

Det er mange grunner til at totalrentabiliteten kan endre seg fra år til år. For å analysere nærmere kan vi splitte opp totalkapitalrentabiliteten i to nye uttrykk: resultatgrad før rentekostnad og totalkapitalomløpshastighet (Langli 2010, s.697). Utrekningen er som følger:

TKR= Resultatgrad før renter x Totalkapitalens Omløpshastighet.

TKR= (Res før skatt + rentekostnader/Driftsinntekter) x (Driftsinntekter/ Gjennomsnitt totalkapital)

Øvrige inntekter som ikke har noe med selskapets kjernevirksomhet å gjøre er ikke med under driftsinntekter.

Resultatgrad før renter forteller oss hvor stor andel av hver omsetningskrone som blir igjen til fordeling på kreditorene, skattemyndigheter og eiere (Langli 2010, s.698). Jo større resultatgrad jo større andel av hver omsetningskrone blir det til fordeling. Resultatgrad før renter kan økes ved å øke ordinær resultat før skatt, som oppnås ved høyere inntekter for et gitt kostnadsnivå (eksempelvis høyere priser uten at kvantum endres) eller lavere kostnader for et gitt inntektsnivå.

Resultatgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	10 %	8 %	20 %	7 %	9 %
Selvaag Bolig ASA	15 %	7 %	7 %	19 %	13 %

Tabell 8 Resultatgrad

Selskapets resultatgrad har vært varierende de siste fem årene. Det samme kan sies om konkurrentene. I år 2013 var selskapets resultatgrad ca. 4 prosent høyere enn konkurrentene. Det var bare i 2010 og 2011 at konkurrentene har hatt en større resultatgrad enn selskapet. Trenden for selskapet fra år 2010 til 2012 har vært positiv, men i 2013 har den gått ned med ca. 5 prosent sammenlignet med 2012. Siden resultatgraden har økt marginalt fra 2010 til 2011, så skyldes ikke den store nedgangen i total kapitalrentabilitet fra 2010 til 2011 resultatgraden. Dette kan komme av kapitalens omløpshastighet som er beskrevet nedenfor. Derimot kan økningen i avkastningen på kapital fra 2011 til 2012 skyldes høyere resultatgrad. Nedgangen i nåværende avkastning på total kapitalen for selskapet skyldes i stor grad resultatgraden.

Total kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor mange ganger total kapitalen omsettes per periode (Langli 2010, s.698). Jo høyere total kapitalens omløpshastighet er, jo mer effektivt har selskapet brukt kapitalen, når kapitalens effektivitet måles i evnen til å skape inntekter. Kapitalens omløpshastighet kan økes enten ved å øke driftsinntektene eller redusere kapitalen.

Kapitalomløpshastighet	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	32 %	42 %	47 %	47 %	43 %
Selvaag Bolig ASA	28 %	32 %	8 %	49 %	36 %

Tabell 9 Kapitalomløpshastighet.

Selskapets nedgang i total kapitalrentabiliteten fra 2 prosent til 1 prosent i 2010 til 2011 skyldes nedgang i total kapitalomløpshastighet. Selskapet har foretatt investeringer i 2011 som har gått til oppkjøpet. Per 2012 har kapitalomløpshastighet økt med ca. 41 prosent, noe som igjen kom av oppkjøpet og ferdigstilte boliger. Økningen i kapitalavkastning i 2012 kan forklares med økningen i kapitalomløpshastighet, og ikke endringer i resultatgrad. Konkurrentenes kapitalomløpshastighet har vært høyere enn selskapets i alle år med unntatt av år 2012. Både selskapet og konkurrentene har hatt en nedgang i kapitalomløpshastighet, men nedgangen har dessverre vært sterkere for selskapet. Dette betyr at selskapet har vært dårligere til å utnytte total kapitalen enn konkurrentene.

Et annet viktig nøkkeltall for lønnsomhet er egen kapitalrentabiliteten. Dette nøkkeltallet er mer interessant for investorene ettersom egen kapitalrentabiliteten måler avkastningen på den kapitalen eierne har investert i selskapet.

EKR= Resultat før skatt/ Gjennomsnittlig egenkapital

Egenkapitalrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	0 %	1 %	23 %	4 %	11 %
Selvaag Bolig ASA	-	-1 %	-4 %	26 %	11 %

Tabell 10 Egenkapitalrentabilitet.

Selskapet har hatt en økning i avkastningen på egenkapital fra 2009 til 2012 før den avtok i 2013. Konkurrentenes avkastning har økt fra 2009 til 2011 for så å synke og deretter øke igjen. Konkurrentene har gjort det bedre enn selskapet i alle årene med unntatt år 2012 og 2013. Per 2013 har selskapet en avkastning på kapitalen på 11 prosent, og lå likt med konkurrentene. Bakgrunnen for at selskapet har gjort det så dårlig er underskudd i år 2010 og 2011.

Egenkapitalrentabiliteten har økt betraktelig på grunn av oppkjøpet og ferdigstilte boliger. Det er derfor det er så store sprang mellom avkastningen på egenkapitalen i 2011 og 2012. Dessverre så har lønnsomheten sunket i 2013, men lønnsomheten er relativt lik mellom selskapet og konkurrentene. Utviklingen de siste to årene var derimot positiv for konkurrentene, mens den har gått opp, så ned for selskapet.

### Marginanalyse.

Videre vil vi sammenligne Selvaag sin margin med konkurrentenes marginer. Hensikten er å finne ut hvor bra Selvaag har prestert i forhold til sine konkurrenter. Marginer beregner vi ved å dele driftsresultatet på salgsinntekten. Bakgrunnen for å bruke driftsresultatet i stedet for resultat før skatt er at selskapets kjernevirksomhet ikke drives av finansposter, men av poster som inngår i driftsresultatet. Dessuten er det uhensiktsmessig å trekke fra for eksempel rentekostnader. Vi er ute etter å se hvor bra selskapet gjør det i forhold til konkurrentene uavhengig av hvor kapitalen kommer fra.

Margin	2009	2010	2011	2012	2013
Gj.snt. for konkurrenter	12 %	9 %	15 %	5 %	20 %
Selvaag Bolig ASA	10 %	5 %	3 %	18 %	13 %

Tabell 11 Margin.

Selskapets margin har variert mye fra år til år, og den største endringen skjedde fra 2011 til 2012. Endringen skyldtes igjen av fusjonen og oppkjøpet samt flere ferdigstilte boliger.

Konkurrentenes marginer varierte også veldig fra år til år, og de har gjort det bedre enn selskapet i alle årene med unntatt av 2012. Dette viser at selskapet har gjort det dårligere enn konkurrentene, men trenden etter oppkjøpet har vært positive selv om marginene gikk litt ned igjen i 2013.

### Oppsummering av nøkkeltallanalyse

I de siste årene har Selvaag Bolig ASA hatt god lønnsomhet, margin, likviditet og soliditet hvor trendene har vært positive. Når det gjelder likviditeten og soliditeten kan dette tyde på at selskapet ikke har hatt problemer med å dekke sin kortsiktig gjeld og langsiktige forpliktelser. Før 2012 var både selskapets lønnsomhet og margin dårligere enn konkurrenter, men selskapet tok igjen konkurrentene etter 2011. Dette er en indikasjon på at selskapet klarte å skape fortjeneste og lønnsomhet for eierne og ga positiv vekst.

## 4.0 Prognose for fremtiden

De antagelser man gjør vedrørende fremtiden er avgjørende for endelig verdi. I dette kapitlet vil vi fokusere på å skape gode prognoser for selskapets framtid.

### 4.1 Prognoseperiode

Spørsmålet som er sentralt under dette avsnittet er hvor lang tidshorisont prognostiseringen baseres på. Prognoseperioden bør være lang nok slik at selskapet oppnår en konstant avkastning på investert kapital. Det er vanlig med prognoseperioder mellom 5 og 15 år. Koller (2010, s.188) anbefaler 10 til 15 år for sykliske selskaper eller selskaper som opplever sterkt vekst.

I juni 2013 utstedte selskapet et femårig obligasjonslån på 500 millioner kroner som har vært ettertraktet i markedet. Dette ga selskapet mulighet til å rigge organisasjonen for videre vekst gjennom blant annet å refinansiere kortsiktig gjeld, utnytte investeringsmuligheter og kjøpe attraktive tomter i kjernemarkedene. Selskapet har et solid fundament for vekst og gode resultater, samtidig som det er rom for å gi aksjonærene deler av overskuddet. Under Portersanalysen konkluderte vi med at Selvaag er i en bransje som har rom for moderat vekst. På bakgrunn av denne informasjonen er det lite poeng med en lang prognoseperiode. En analyseperiode på 5 år vil være mer hensiktsmessig for oppgaven vår. Dette betyr at vi vil ha en planleggingsperiode på 5 år fra og med det første salgsåret.



## 4.2 Prognose av fremtidige salgsinntekter

For 2013 sett under ett var boligprisene i gjennomsnitt 3,9 prosent høyere enn i 2012. Prisene på blokkeiligheter økte med 4,2 prosent, mens småhus og eneboliger hadde en prisøkning på 3,7 prosent (Statistisk Sentralbyrå, 2014b). Forklaringen ligger i en kombinasjon av forventet befolkningsvekst, lav rente og arbeidsledighet, og moderat stigning i BNP. Dette vil da bidra positivt til selskapets salgsinntekter i fremtiden.

Så langt i 2013 har Selvaag Bolig solgt 704 boenheter og verdien for dette anslås å være NOK 2 490 millioner (Selvaag Bolig, 4Q2013, s.10). Ettersom 80% av boligene som er under bygging er solgt, men først inntektsføres når de overleveres til kjøper, vil dette skape verdier for selskapet i årene som kommer. Dette er positivt for vekstprognosen.

Resultatet fra Portersanalysen viste at det er fortsatt rom for vekst i bransjen, men substitutter vil være en stor trussel for selskapet. Substituttmarkedet vil dermed ha en negativ effekt på selskapets driftsinntekter i fremtiden. Fra 2012 til 2013 gikk selskapets driftsinntekter ned med 23 prosent, fra NOK 2 758 til 2 133 millioner (Selvaag Bolig årsrapport, 2013). Dette skyldtes færre overleverte enheter enn året før. Det indikerer stor ustabilitet ved selskapets salgsinntekter.

På grunn av forventningen om et sterkt substituttmarked og ustabilitet i driftsinntekter, mener vi at en vekst på 3,5 prosent for fremtidig salgsinntekt er rimelig for planleggingsperioden. Etter denne planleggingsperioden vil veksten reduseres til 1,5 prosent. Dette skyldes forventningen om at selskapet vil være i en mettetfase på et tidspunkt i fremtiden samt et større substituttmarked.

## 4.3 Prognose av fremtidig margin

Akkurat som driftsinntekter har marginen vært varierende fra år til år, og har fått seg et løft etter 2011. Det er forventet litt nedgang i markedet fremover og sterk trussel fra substitutter. Selskapet har likevel relativt god kostnadskontroll, og selv om marginen reduserte fra 2012 til 2013 (fra 18 prosent til 13 prosent) viser det at selskapet kan fortsette å opprettholde gode marginer. I årsrapporten for 2012 har selskapet uttalt et mål om å oppnå prosjektmarginer på 12 prosent for plassbygde prosjekter. I 2012 var den gjennomsnittlige prosjektmarginen

høyere enn disse uttalte måltallene. De høye marginene som ble oppnådd på prosjekter i 2012 anses som ekstraordinære.

Det uttalte målet på 12 prosent mener vi er litt for høyt med tanken på at det er tegn på noe nervøsitet i boligmarkedet ved inngangen av 2014. Vi anslår at selskapet vil klare å opprettholde en margin på rundt 11 prosent i 2014, men marginen vil reduseres med 0,5 prosent for hvert år under planleggingsperioden. Deretter vil marginen holder seg på samme nivå som i 2018, altså en margin på 9 prosent.

#### **4.4 Prognose arbeidskapital**

Arbeidskapital er definert som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. Vi antar at arbeidskapitalen drives av endringene i driftsinntekter, ettersom vi ikke har noe annet argumenter som taler mot dette.

#### **4.5 Prognose for reinvestering anleggsmidler**

Med lite tilgjengelig informasjon er det vanskelig for oss å finne den reelle reinvesteringssraten. Som følge av dette prøver vi å forenkle beregningen av reinvestering av anleggsmidler basert på enkelte antakelser.

Selskapet har som mål å selge 1500 boliger hvert år. Dette tilsvarer nesten det dobbelte av det som har blitt solgt i år 2013. For å nå dette målet mener vi at en del av egenkapitalen må holdes igjen til reinvesteringsformål. I den strategisk analysen konkluderte vi med at konkurranseintensiteten er på et moderat nivå. Dette indikerer at målet som selskapet har satt kan være oppnåelig.

Selskapet følger IFRS-reguleringer, noe som kan indikerer at selskapets anleggsmidler er oppført i markedsverdier. Driftsrelaterte anleggsmidler i 2013 er på NOK 4 914 millioner. For at selskapet skal nå sitt mål, antar vi at driftsrelaterte anleggsmidler øker med 6 prosent årlig frem til 2018, så deretter reduseres raten til 3 prosent for terminalverdien fordi selskapet vil på et eller annet tidspunkt i fremtiden nå et metningspunkt.

## 4.6 Prognose for langsiktig vekst

Norges Bank (2013) har fastsatt et inflasjonsmål på 2,5 prosent over tid. Det er i tillegg forventet betraktelig høyere befolkningsvekst i fremtiden, noe som vi også har fremvist under PESTEL-analysen. Dette indikerer større behov for bolig, og dermed antar vi at den langsiktige veksten i denne bransjen vil være høyere enn inflasjonsforventningen. Vi forutsetter en langsiktig vekst på 3,5 prosent som vi kommer til å anvende ved beregning av terminalverdien senere i oppgaven.

## 5.0 Valg av verddivurderingsmodell

Det er mange modeller i verdsetting som kan brukes for å verdi vurdere et selskap, blant annet basert på kontantstrøm, realopsjonsprising og relativ prising modeller.

Selvaag Bolig ASA er et selskap som operer i en dynamisk industri. Det kan dermed være vanskelig å verdi vurdere selskapet. Inntjeningen til selskapet kan variere mye i perioder siden bransjen er drevet av endringer i boligpris og boliggetterspørsel. Selv om selskapet har realopsjoner i form av tomter, mener vi at det er få reelle realopsjoner som har betydning for verdsettingen. Derfor er opsjonspris modellen lite egnet til verddivurderingen av Selvaag Bolig ASA.

Den mest populære verdsettelsesmetoden baserer seg på diskontering av selskapets forventede kontantstrømmer (heretter omtaler den som DCF-modellen). Det er to alternativer som kan brukes for å diskontere frie kontantstrømmer. Det første alternativet er egenkapitaldiskontering (heretter omtaler den som FKSEK) og det andre alternativet totalkapitaldiskontering (heretter omtaler den som FKSTK).

FKSEK-modellen bruker den samme fremgangsmåten som FKSTK, men kontantstrømmene og avkastningskravene beregnes ulikt. FKSEK tar utgangspunkt i kravet aksjonærene har på driftsrelaterte kontantstrøm, og diskonterer dette med avkastningskravet til egenkapital. Utfordringen ved egenkapitaldiskontering er å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapital. FKSTK går ut på å diskontere tilgjengelige frie kontantstrømmer til alle investorer med den totale kostnaden for all investorkapital, altså WACC. Ved korrekt anvendelse skal både FKSTK og FKSEK gi samme fundamentalverdi.

Vi velger å bruke FKSTK-metoden fordi kontantstrøm før rentekostnader er en mer stabil størrelse enn kontantstrøm etter rentekostnader. I tillegg er det bedre å bruke FKSTK-metoden siden FKSEK-metoden er mer følsom for antakelser om risiko og vekst. I følge Damodaran (2012) kan selskapets verdi beregnes som følger:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Selskpets frie kontantstrøm}_t}{(1 + \text{avkastningskrav})^t}$$

Formelen ovenfor kan igjen deles i to perioder; en planleggingsperiode, og en periode etter planleggingsperioden der man forutsetter en konstant evigvarende vekst som kalles for terminalverdi:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Selskpets frie kontantstrøm}_t}{(1 + \text{avkastningskrav})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + \text{avkastningskrav})^n}$$

Hvor terminalverdien kan beregnes ved anvendelse av Gordons vekstformel:

$$\text{Terminalverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Selskpets frie kontantstrøm}_{n+1}}{\text{avkastningskrav} - \text{vekst}}$$

Den totale verdien består da av to ledd: en planleggingsperiode og en terminalverdi.

Svakheten ved DCF-metoden er at terminalverdien kan utgjøre en relativ stor andel av den totale verdien. Et annet problem er at kontantstrømmer dels er bestemt av inntjening fra tidligere investeringer og dels av investeringer i nye prosjekter. En økning i netto kontantstrøm kan være et resultat av forbedret inntjening eller reduserte investeringer. Det ville være nyttig å kunne skille disse. I tillegg er resultatene svært sensitive overfor viktige inputter som for eksempel vekst, avkastningskrav og lignende. Styrken ved DCF-modellen er at i likhet med markedet fokuseres den på kontantstrømmen, og ikke på regnskapsmessige størrelser.

En viktig del av verdsettelsesprosessen er å foreta en rimelighetsvurdering av verdien man har beregnet, eksempelvis ved å benytte en annen verdivurderingsmetode. For å kvalitetssikre resultatet vi kom frem til ved anvendelse av diskontert fri kontantstrøm, vil vi benytte oss av relativ prising.

Relativ prising innebærer sammenligning av selskapets verdi mot børsnoterte konkurrenters verdier. Metoden er enkel å bruke og krever ikke flerårige prognoser for parametere som

vekst, lønnsomhet og kapitalkostnad. Med andre ord kan man anta at konkurrentene har lik vekst, størrelse og kapitalkrav som selskapet.

## 6.0 Avkastningskrav

Avkastningskrav er prosentsatsen som selskapets kreditorer og eiere forventer å få av Selvaag Bolig ASA frie kontantstrømmer. Dette krever de som kompensasjon for den tiden og risikoen de påtar seg før de får positiv kontantstrømmer. Eiernes krav er avkastningskravet til egenkapitalen, mens kreditorenes krav kommer til uttrykk gjennom lånerenten. Kontantstrømmer i selskapet må derfor neddiskonteres med totalkapitalkravet (WACC).

WACC uttrykkes som følger:

$$\text{WACC} = \frac{G}{\text{TK}} \times r_g \times (1 - s) + \frac{\text{EK}}{\text{TK}} \times r_e$$

Hvor:

G = Selskapets rentebærende gjeld

EK = Selskapets egenkapital

TK = G + EK = Selskapets totalkapital

$r_g$  = Selskapets gjeldsrente

$r_e$  = Selskapets egenkapitalkostnad

s = Selskapets skattesats

### 6.1 Egenkapitalkrav ( $r_e$ )

Ved estimering av avkastningskrav til egenkapital anvender vi kapitalverdimodellen (CAPM). Denne er den vanligste metoden å bruke i og med at egenkapitalen er børsnotert og datagrunnlaget er lett tilgjengelig for estimering av beta. CAPM ble utviklet i begynnelsen av 1960-tallet, og har siden blitt stående som ett av de store gjennombruddene innen finansteori. Modellen baserer seg på en rekke forutsetninger og tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning. Med andre ord, modellen forklarer aktivumets avkastning mot hvordan aktivumet varierer mot markedsporteføljen.

CAPM-modellen uttrykkes som følger:

$$\text{Egenkapitalkrav} = r_e = r_f + \beta(\text{MP})$$

Hvor:

$r_f$  = risikofri rente

MP = markedets risikopremie

$\beta$  = Selskapets betakoeffisient

Som kreditorer og eiere krever investorer også kompensasjon for tid og risiko ved investering i risikable aktiva. Risikofri rente i CAPM representerer kompensasjon for tid, mens kompensasjon for risiko er avhengig av markedets risikopremie og systematisk risiko. Markedspremie er den ekstraavkastningen investorer krever for å investere i systematisk risikable aktiva fremfor systematisk risikofrie investeringer.

CAPM-modellen baserer seg på en rekke forutsetninger, blant annet at investorene er veldiversifiserte og at kun systematisk risiko er relevant. Selvaag Bolig ASA største aksjonærer er tilsynelatende store og fremstår som veldiversifiserte. Det forutsettes derfor at kun den systematiske risikoen er relevant for disse investorene.

### 6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen man oppnår på sikre verdipapir. Risikofri rente er bedriftsuavhengig og påvirkes bare av makroøkonomiske forhold. Estimater er derfor den minst kontroversielle å finne i kapitalverdimodellen. Likevel er det to beslutninger som vi må ta: Hva skal vi benytte som risikofritt verdipapir, og om vi skal bruke kortsiktige eller langsiktige renter.

Analytikerne benytter normalt statsobligasjoner for å definere risikofri rente. Vi følger analytikerne og anvender statsobligasjonens rentesats ved fastsettelse av risikofri rente. Først bruker vi lineær interpolering for å estimere en rentekurve for 5 års periode frem i tid. Deretter setter vi opp en ligning for å beregne langsiktig risikofri rente. Grunnen til at vi velger å estimere en rentekurve er at det mest riktige er å diskontere hvert års kontantstrøm med et avkastningskrav beregnet ut ifra renter med tilsvarende horisont, selv om dette ikke er vanlig i praksis.

#### Risikofri rente for planleggingsperioden

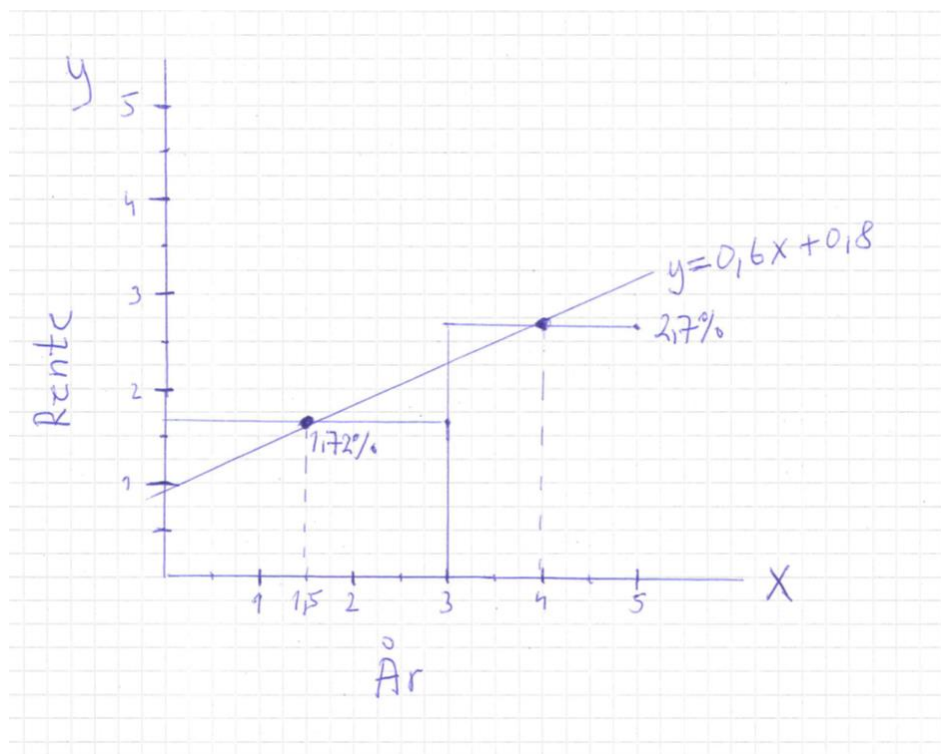
År	YTM
1	1,43 %
3	1,72 %
5	2,10 %
9	2,54 %
10	2,68 %

Tabell 12 Statsobligasjon rentesats. Kilde: Oslo Børs 2014.

For å finne rentekurven finner vi først den gjennomsnittlige rentenivået for to perioder. Den første perioden er den gjennomsnittlige renten på 3 år, og den andre er for år 3 til 5. Tre årsrenten er oppgitt i tabell 12 (Oslo Børs, 2014). Vi finner 3-5års gjennomsnittlige renten ved å løse følgende ligning:

$$(1 + 0,0172)^3 \times (1 + r_{3-5\text{år}})^2 = (1 + 0,021)^5$$

$$r_{3-5\text{år}} = 2,7\%$$



Figur 17 Rentekurve.

Den reelle renten er lik gjennomsnittet midt i hver periode og vi bruker lineær interpolering mellom de to punktene for å estimere en rentekurve. Etter å ha tegnet den lineære linjen bruker vi deltaformelen for å finne stigningstallet og konstanten.

Vi har valgt å tegne en tangent der den lineære figuren rører y-aksen. Stigningstallet blir da:  $\Delta y / \Delta x = (1,4 - 0,8) / (1-0) = 0,6$ . Vi finner frem konstanten ved å velge en verdi på x og ser hva den gir som y verdi fra figuren. Vi velger  $x = 1$  og ser fra grafen at det gir oss tilnærmet  $y = 1,4$  %. Da får vi følgende ligning med en ukjent:

$$1,4 = 0,6 \times (1) + \text{konstanten}$$

$$\text{Konstanten} = 0,8$$

Dette gir oss følgende ligning:  $y = 0,6x + 0,8$ . Vi bruker denne ligningen til å finne frem årlig reelle risikofri rente og resultatet er oppgitt i tabell 13 nedenfor.

År	Risikofri rente i %
1	1,4
2	2,0
3	2,6
4	3,2
5	3,8

Tabell 13 Årlig risikofri rentesats. Kilde: Oslo Børs 2014.

### Risikofri rente for terminalverdien

Per dags dato er de kortsiktige rentene eksepsjonelt lave. Vi ser også at markedet tendere å prise mot økende renter framover i tid. Det er dermed mer fornuftig å bruke en høyere risikofri rente på lang sikt. For å finne risikofri rente for terminalverdien bruker vi de lengste obligasjonene, altså 9- og 10- åringer. Rentenesatsene for de 9- og 10- årige obligasjonene er oppgitt i tabell 12, og vi bruker samme metodikken som ovenfor for å finne den reelle risikofrie renten for år 10.

$$(1 + 0,0254)^9 \times (1 + r_{10\text{år}})^1 = (1 + 0,0268)^{10}$$

$$r_{10\text{år}} = 3,95\%$$

Risikofri renten for terminalverdien er 3,95%.

### 6.1.2 Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Under kapittel 6.1.1 har vi funnet varierende årlig risikofri rente. Forventet



markedsavkastning vil variere med risikofri rente slik at markedsrisikopremien er rimelig konstant. Vi regner med at markedsrisikopremien er uavhengig av risikofri rente.

En analyse av historiske risikopremier skrevet av Dimson et al. (2000) konkluderer med en premie på 6,7 prosent. Analysen er basert på historiske aritmetiske gjennomsnittsavkastninger på 100 år i 12 land. Vi velger å forholde oss til Dimson et al. (2000) og bruker dermed 6,7 prosent som markedsrisikopremie.

### 6.1.3 Beta

For børsnoterte aksjer kan endringer i aksjeindeksen forklare en del av kursutslagene, og dermed også avkastningen. Dette er fordi en rekke forhold som økonomisk politikk, konjunkturutsikter og inflasjonsutsikter med flere påvirker avkastningen for samtlige aksjer i en bestemt retning. Likevel vil aksjer i perioder oppleve positiv avkastning selv om makroøkonomiske forhold tilser at avkastningen burde vært negativ og omvendt. Dette skyldes at et selskap har bedriftsspesifikke egenskaper som gjør at avkastningen ikke alltid utvikler seg likt som markedets. Betaverdien kan uttrykkes som følger:

$$\text{Selvaag Bolig betaverdi} = \beta_{SB} = \rho_{SB,M} \times \frac{\sigma_{SB}}{\sigma_M}$$

Hvor:

$\rho_{SB,M}$  = Korrelasjonskoeffisienten

$\sigma_{SB}$  = Standardavvik til Selvaag Bolig

$\sigma_M$  = Standardavvik til markedsindeks

En bedrifts sanne beta kan ikke observeres og må dermed estimeres. Det anbefales at man gjennom regresjonsanalyse beregner et råestimat av beta. I teorien skal referanseporteføljen i CAPM representere hele investeringsuniverset, og skal vi være teoretisk korrekte så bør man velge et markedsindeks som representerer hele verden. I og med at Selvaag Bolig ASA er norsk registrert og består hovedsakelig av nasjonale investorer velger vi å bruke OSEAX (Oslo børs all-share index) som markedsindeks i analysen. En annen grunn til at vi velger lokal indeks istedenfor internasjonal er at vi har mistanker om eksistens av home-bias knyttet opp mot investorene. Regresjonsmodellen ser ut som følger:

$$\text{Selvaag Bolig avkastning} = \alpha + \beta \times \text{OSEAX avkastning} + \varepsilon$$

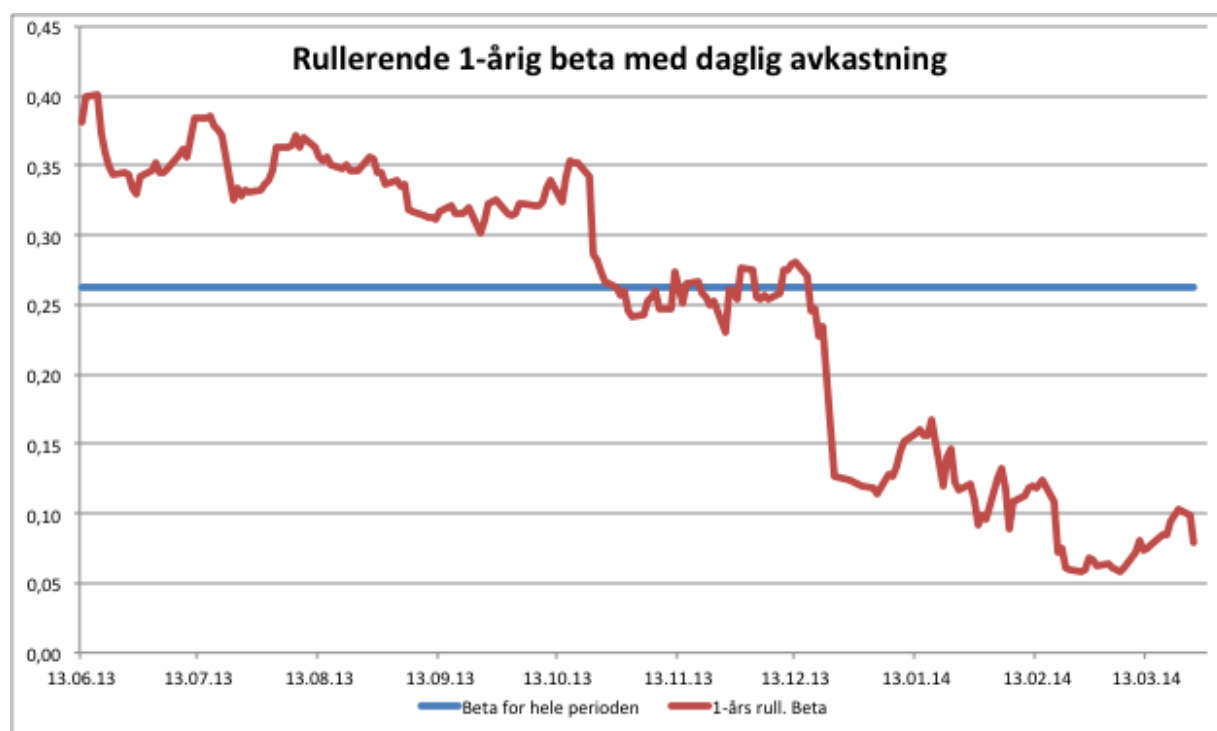
Hvor:

$\alpha$  = Regresjonens skjæringspunkt

$\beta$  = Beta

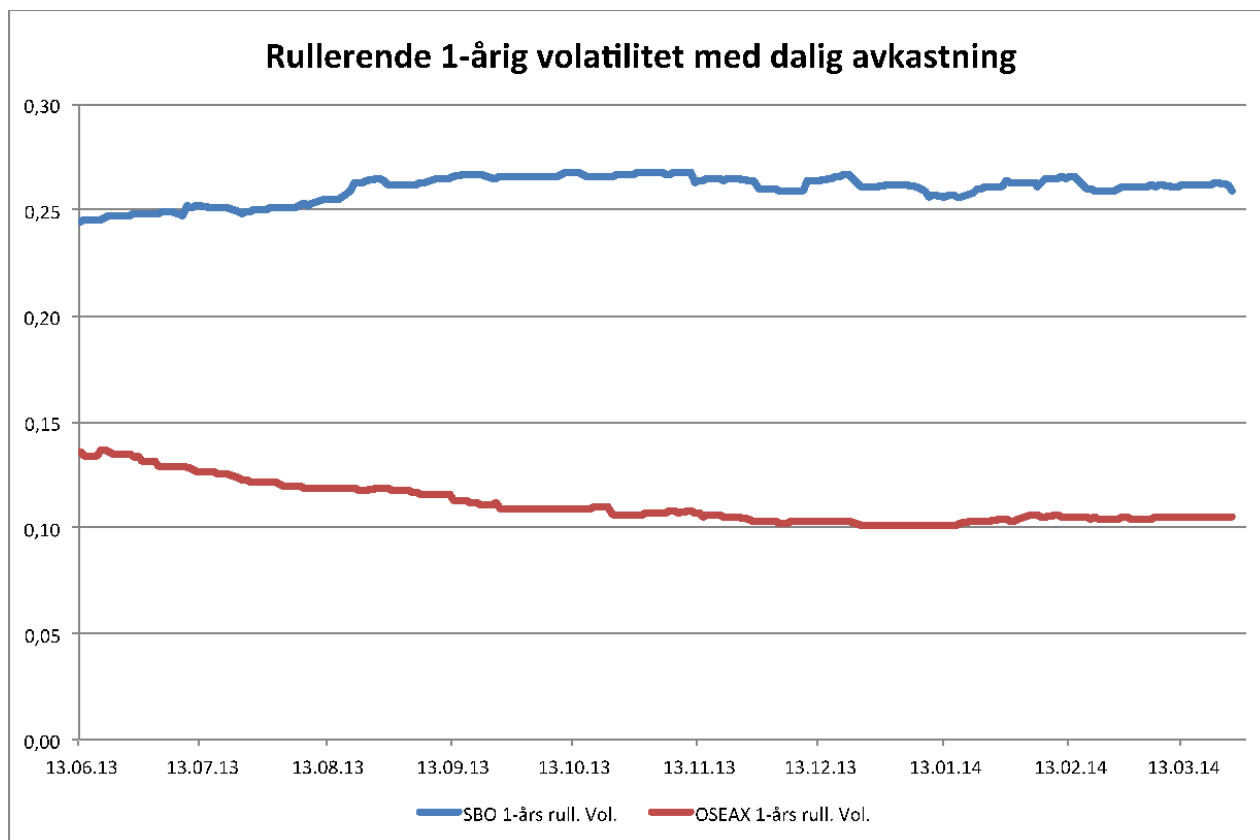
$\varepsilon$  = Feilledd

Selvaag Bolig ble børsnotert i juni.2012. Vi har dermed kun aksjekurs fra og med 14 juni 2012. Med andre ord er historikken for aksjen ganske kort og det kan være en svakhet ved estimering av råbeta. Tidligere studier har vist at betaer ofte ikke er stasjonære over tid (Titman og Martin, 2008, s.142). Vi velger derfor å beregne rullerende beta for å se om det har vært spesifikke trender i beta-verdien.



Figur 18 Rullerende 1-årig beta. Kilde: Oslo Børs 2014 + egen bearbeiding.

Beta for hele perioden fra 14.06.2012 til 31.03.2014 er på 0,26. Figur 18 (Oslo Børs 2014 + egen bearbeiding) viser at beta har hatt kontinuerlig avtagende trend siden aksjen ble børsnotert. Betaverdien har hatt en dropp i oktober 2013 og stupte i begynnelsen av 2014. Reduksjonen i betaverdien kan gi indikasjon på at det har vært drastiske endringer eller mekanismer i selskapet som har endret risikoen fundamentalt i det siste året. Det har vært vanskelig for oss å finne informasjon om selskapet på spesifikke årsaker for risikoendringen. Dermed er det mistanker om at det har vært strukturelle endringer som har medført til betaendringene. Videre vil vi se på volatiliteten i logaritmisk avkastning for å se hvordan aksjen varierer i forhold til markedsindeksen.



Figur 19 Rullerende 1-årig volatilitet. Kilde: Oslo Børs 2014 + egen bearbeiding.

Figur 19 (Oslo Børs + egen bearbeiding) viser at aksjen og indeksen trender forskjellig, SBO trender noe opp mens OSEAX går noe ned. Aksjens volatilitet er alltid høyere enn indeksen, som kan komme av bedriftsspesifikke forhold. I tillegg er korrelasjonskoeffisienten kun 0,13 noe som indikerer at aksjen er lite korrelerte med markedet.

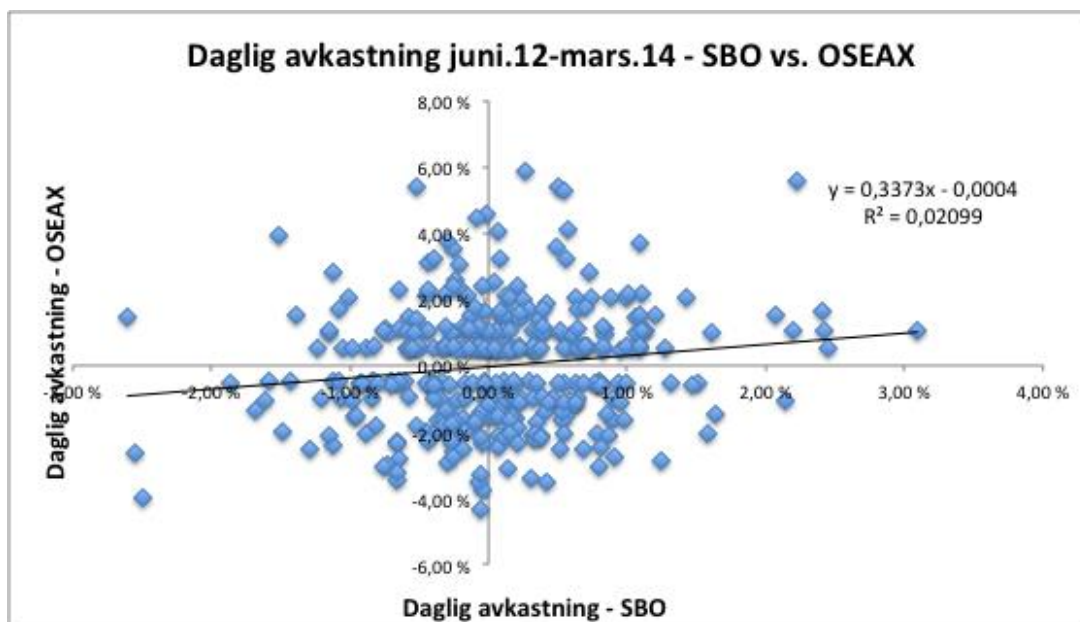
Under arbeid med betaestimering har vi observert unormal prisutvikling på aksjen. Det handles mye på stabile kurser noe som medfører til mange nullavkastninger i tidsserien. Andre unormale fenomener som vi har observert er den lave råbeta på 0,26 og aksjonærsammensetningen i selskapet. Som nevnt tidligere er den største aksjonæren i Selvaag Bolig ASA Selvaag-Gruppen AS med ca. 54% andel. Selvaag Gruppen AS betraktes som morselskapet til Selvaag Bolig ASA selv om det er kun boligdelen som er børsnotert. Denne spesielle aksjonærstrukturen kan tenkes å bidra til at prismekanisme ikke fungerer optimalt og kan bidra til lav beta. Det kan også tenkes at det er andre bedriftsspesifikke forhold som for eksempel lønnsomheten i selskapet er litt uavhengig av det som driver lønnsomheten i markedet normalt sett. Alt dette viser at det er stor usikkerhet ved betaestimeringen.

Damodaran (2014) gjennomførte en betaestimering for Homebuilding basert på data fra S&P Capital IQ, Bloomberg and the Fed (US companies). Denne gjennomsnittsbetaen er på 1,71. Sammenlignet med vår råbeta på 0,26 mener vi at vår råbeta er unormalt lavt. Vi vil dermed prøve å finne den øvre grensen til råbeta ved å fjerne nullavkastningene i regresjonsanalysen. Ved korreksjon på dette problemet fant vi en råbeta på 0,34 som er vist i figur 20 (Oslo Børs 2014 + egen bearbeiding) under. En beta på 0,34 er fortsatt relativt lav i forhold til bransjens gjennomsnittsbeta. Siden betaestimatet er mistenkelig lavt valgte vi å justere råbeta ved å anvende Bloomberg-modellen for å finne en mer fremtidsrettet beta. Denne modellen har den effekten at den tvinger den historiske betaen mot 1. Justering foregår på følgende måte (Bodie et al. 201, s.299):

$$\text{Justert beta} = 1/3 + 2/3 (\text{estimert råbeta})$$

$$\text{Justert beta} = 1/3 + 2/3 (0,34) = 0,56$$

Estimert beta vil dermed få verdien på 0,56, og vil bli brukt videre i oppgaven.



Figur 20 Estimering av råbeta ved regresjonsanalyse. Kilde: Oslo Børs 2014 + egen bearbeiding.

#### 6.1.4 Utregning av egenkapitalkrav

Basert på inndataene som vi har funnet under kapittel 6.1.1, 6.1.2 og 6.1.3 finner vi egenkapitalkrav for planleggingsperioden og terminalverdi som følger:

$$\text{Egenkapitalkrav år 1: } 1,4 \% + 0,56 \times 6,7 \% = 5,15\%$$

Egenkapitalkrav år 2:  $2,0 \% + 0,56 \times 6,7 \% = 5,75 \%$

Egenkapitalkrav år 3:  $2,6 \% + 0,56 \times 6,7 \% = 6,35 \%$

Egenkapitalkrav år 4:  $3,2 \% + 0,56 \times 6,7 \% = 6,95 \%$

Egenkapitalkrav år 5:  $3,8 \% + 0,56 \times 6,7 \% = 7,55 \%$

Egenkapitalkrav terminalverdi:  $3,95\% + 0,56 \times 6,7 \% = 7,70 \%$

Det er brukt mye skjønnsvurderinger ved beregning av egenkapitalkravene, og dermed er det mye usikkerhet knyttet til estimatet.

## 6.2 Gjeldkrav ( $r_g$ )

Selvaag Bolig ASA er aktive i obligasjonsmarkedet. Det vil da være naturlig for oss å analysere gjeldsrenten på selskapets lån basert på obligasjonen.

SBO obligasjonen er børsnotert i Oslo Børs med ticker SBO01 og har sluttdato 27.06.2018. Obligasjonen har en årlig kupongsrente på 6,45 prosent og en clean price på NOK 101,65. Denne kupongen inneholder to elementer, en NIBOR-rente og et kredittpåslag på 4,75 prosent (Oslo Børs, 2014). Sist obligasjonen ble omsatt var 10 april 2014. Dette betyr at det må beregnes påløpte renter fra 27 juni 2013 til 10 april 2014. Påløpte renter er beregnet til å være 5,07 ( $6,45 \times 283/360$ ) og vi får dermed en dirty price på NOK 106,72 ( $101,65 + 5,07$ ).

For å beregne avkastningskravet for gjeld må vi først finne YTM for obligasjonen og deretter det virkelige påslaget. Vi antar at NIBOR-renten er tilnærmet lik risikofri renten.

Vi bruker følgende metodikk for å finne YTM:

$$106,72 = \frac{(1,4 + 4,75)}{(1 + YTM)^1} + \frac{(2 + 4,75)}{(1 + YTM)^2} + \frac{(2,6 + 4,75)}{(1 + YTM)^3} + \frac{(2,6 + 4,75)}{(1 + YTM)^4} + 100$$

Denne ligningen løses ved bruk av funksjonen goal seek i excel, og vi finner at YTM er lik 5,11 %.

Videre vil vi finne det reelle kredittpåslaget ved å løse følgende ligning:

$$100 = \frac{(1,4 + \text{påslag})}{(1 + 0,0511)^1} + \frac{(2 + \text{påslag})}{(1 + 0,0511)^2} + \frac{(2,6 + \text{påslag})}{(1 + 0,0511)^3} + \frac{(2,6 + \text{påslag})}{(1 + 0,0511)^4} + 100$$

Ved bruk av goal seek får vi kredittpåslaget på 2,85 %

Årlig gjeldskrav for planleggingsperioden og for terminalverdi er som følger:

Gjeldskrav år 1:  $1,4 \% + 2,85 \% = 4,25 \%$

Gjeldskrav år 2:  $2,0 \% + 2,85 \% = 4,85 \%$

Gjeldskrav år 3:  $2,6 \% + 2,85 \% = 5,45 \%$

Gjeldskrav år 4:  $3,2 \% + 2,85 \% = 6,05 \%$

Gjeldskrav år 5:  $3,8 \% + 2,85 \% = 6,65 \%$

Gjeldskrav terminalverdi:  $3,95 \% + 2,85 \% = 6,8\%$

### 6.3 Egenkapital- og gjeldsandel av selskapets totalkapital

Et siste steg før vi kan beregne avkastningskravet til totalkapitalen er å finne hvilke vekter som skal benyttes for gjeld og egenkapital. Det er best å bruke bedriftens målsatte vekter (Koller et al., 2010, s.266), men siden vi har for lite informasjon om selskapets målsatte kapitalstruktur, vil vi gå ut i fra dagens situasjon.

Det som legges til grunn ved beregning av vektene er markedsverdier på egenkapital og gjeld. En grei måte å finne markedsverdien til egenkapitalen på, er å ta utgangspunkt i selskapets børpris multiplisert med aksjer i omløp. Per 31.12.2013 lå siste kursen for SBO på 17,70 NOK og antall aksjer i omløp er på 93 765 688. Dermed får vi følgende markedsverdi på egenkapitalen:

$$17,70 * 93\,765\,688 = 1\,659\,652\,678$$

Det er litt mer problematisk å vurdere markedsverdien av selskapets gjeld siden selskapet har en del rentebærende gjeld med fast rente. Vi forutsetter at markedsverdien av gjeld tilsvare bokført verdi i balansen ved utgangen av år 2013. På grunn av denne antakelsen kan gjeldsandelen være noe avvikende sammenlignet med realiteten. Ved utgangen av året hadde konsernet en samlet rentebærende gjeld på NOK 2 785 215 000 hvorav NOK 2 116 176 000 var langsiktig og NOK 669 039 000 i kortsiktig rentebærende gjeld. Dette fører til følgende vekter for kapitalstrukturen vi skal benytte i utregningen av WACC:

$$\frac{G}{TK} = \frac{2\,785\,215\,000}{1\,659\,652\,678 + 2\,785\,215\,000} = 62,66 \%$$

$$\frac{EK}{TK} = \frac{1\,659\,652\,678}{1\,659\,652\,678 + 2\,785\,215\,000} = 37,34 \%$$

Vi forutsetter at kapitalstrukturen ikke endrer seg over tid.

## 6.4 Totalkapitalkrav (WACC)

Nå som vi har estimert alle de relevante parameterne, kan vi finne de årlig avkastningskravene og terminalavkastningskravet til totalkapitalen som følger:

$$WACC_1 = [62,66 \% \times 4,25\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 5,15 \%) = 3,84 \%$$

$$WACC_2 = [62,79\% \times 4,85\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 5,75 \%) = 4,34 \%$$

$$WACC_3 = [62,79\% \times 5,45\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 6,35 \%) = 4,83 \%$$

$$WACC_4 = [62,79\% \times 6,05\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 6,95 \%) = 5,33 \%$$

$$WACC_5 = [62,79\% \times 6,65\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 7,55 \%) = 5,82 \%$$

$$WACC_{Term} = [62,79\% \times 6,80\%(1 - 28\%)] + [37,34 \% \times 7,70 \%) = 5,94\%$$

Med konstant beta og markedsrisikopremien i CAPM, øker forventet avkastning for gjeld og egenkapital med risikofri rente.

## 7.0 Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

I dette kapitlet vil vi estimere verdien på selskapet med hensyn til analysene som er gjort under kapittel 3 og antakelsene i kapittel 4.

### 7.1 Diskontert fri kontantstrøm

Basert på våre antakelser under prognosen og beregning av WACC, har vi fått diskontert frie kontantstrømmer for planleggingsperioden og terminalverdi som følger:

Beløp i NOK 1000	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	Terminalverdi
<b>Kontantstrøm budsjett</b>							
Driftsinntekter	2 133 271	2 207 935	2 285 213	2 365 196	2 447 978	2 533 657	2 571 662
Driftsresultat	266 971	242 873	239 947	236 520	232 558	228 029	231 450
Arbeidskapital		162 180	167 856	173 731	179 812	186 105	82 551
Reinvestering AM		295	313	331	351	372	197
<b>Fri kontantstrøm (FCF)</b>		<b>57 887</b>	<b>51 681</b>	<b>44 969</b>	<b>37 724</b>	<b>29 917</b>	<b>107 065</b>
WACC		3,84 %	4,34 %	4,83 %	5,33 %	5,82 %	5,94 %
<b>Diskontert FCF</b>		<b>55 745</b>	<b>47 475</b>	<b>39 035</b>	<b>30 654</b>	<b>22 547</b>	<b>3 282 663</b>

Tabell 14 Diskontert frie kontantstrømmer. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport 2013 + egen bearbeiding.

Finansinntekter er vanskelig å budsjettere frem i tid. Vi mener at finansinntektene er i virkelige verdier og kommer fra langsiktige fordringer og kontantbeholdning (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, s.41-42). Så ved beregning av selskapets egenkapitalverdi justerer vi summen av diskonterte frie kontantstrømmer for netto finansielle eiendeler. Netto finansielle eiendeler består av finansielle eiendeler trukket fra selskapets rentebærende gjeld.

<b>Verdi per aksje 31.12.2013</b>	
Beløp i NOK 1000	
Sum diskontert FCF	3 478 119
Netto finansielle eiendeler	-2 043 837
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>1 434 282</b>
Aksjer i omløp	93 766
<b>Verdi per aksje</b>	<b>15,30</b>

Tabell 15 Estimert aksjeverdi. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport 2013 + egen bearbeiding.

Den estimerte kursverdien for Selvaag bolig er på NOK 15,30 per aksje.

## 7.2 Relativ prising

En annen tilnærming for å verdsette et selskap er relativ prising. Vi vil sammenligne selskapets multiplikator med selskapets relevante konkurrenter. Det er flere svakheter ved denne analysen. For det første er Veidekke børsnotert på konsernnivå, og Veidekke konsernet består både av entreprenørvirksomhet og boligvirksomhet. Dette betyr at sammenligningstallet som brukes i analysen gjelder ikke kun for Veidekke boligvirksomhet. For det andre er Otium ikke børsnotert, vi har ingen tall å sammenligne med og må dermed utelate selskapet fra analysen.

Det er flere metoder som kan brukes ved relativ prising. De vanligste og mest brukte metoder er price-to-earning rate (P/E) og price-to-book equity (P/BV).



P/E sier noe om hva markedet er villig til å betale per tjente krone. P/E måles som børsverdien av selskapet, P, delt på selskapets årsresultat. Børsverdien er beregnet som det enkelte selskapets aksjekurs multiplisert med selskapets utestående aksjer per 31.12.2013. Vi antar at antall aksjer i omløp ikke har endret seg i løpet av 2013.

<b>P/E Beregning</b>		
	<b>Veidekke</b>	<b>Block Watne</b>
Pris	49,3	11,4
Resultat per aksje	4,1	3,12
<b>P/E</b>	<b>12,0</b>	<b>3,7</b>
<b>Selvaag Bolig ASA 31.12.2013</b>		
1 Veidekke		12,02
2 Block Watne		3,65
3 <i>Gjennomsnitt</i>		7,84
4 Pris per askje		17,7
5 Resultat per askje		1,75
<b>6 P/E (4/5)</b>		<b>10,11</b>
7 Årsresultat		185 465 000
8 Verdi (3*7)		1 453 882 057
9 Aksjer i omløp		93 765 688
<b>10 Verdi per askje</b>		<b>15,51</b>

Tabell 16 P/E multiplikator. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport, 2013, Veidekke, 4Q2013, BWG Homes, 4Q2013 + egen bearbeiding.

Utrekningene viser at markedet ved utgangen av 2013 er villig til å betale 10,11 ganger resultat per aksje. Selvaags multiplikator er høyere enn Block Watne, men lavere enn Veidekke, og verdi per aksje er på NOK 15,51.

P/BV defineres som selskapets børsverdi, P, del på selskapets egenkapital balanseført verdi.

P/BV Beregning		
	Veidekke	Block Watne
Pris	49,3	11,4
Bokførtverdi EK	18,4	25,7
<b>P/BV</b>	<b>2,7</b>	<b>0,4</b>
<b>Selvaag Bolig ASA</b>		
		<b>31.12.2013</b>
1 Veidekke		2,67
2 Block Watne		0,44
3 Gjennomsnitt		1,56
4 Pris per aksje		17,7
5 Ek verdi per aksje		24,09
<b>6 P/BV (4/5)</b>		<b>0,73</b>
7 Egenkapital	2 258 986 000	
8 Verdi (3*7)	3 520 098 251	
9 Aksjer i omløp	93 765 688	
<b>10 Verdi per aksje</b>		<b>37,54</b>

Tabell 17 P/BV multiplikator Kilde: Selvaag Bolig årsrapport, 2013, Veidekke, 4Q2013, BWG Homes, 4Q2013 + egen bearbeiding.

Veidekke har en multiplikator høyere enn 1, mens Selvaag og Block Watne har en P/BV som er mindre enn 1. Dette indikerer at markedet forventer overskudd fra Veidekke og ingen overskuddsforventning fra Selvaag og Block Watne. Ved P/BV metoden får Selvaag Bolig en verdi på NOK 37,54 per aksje.

### 7.3 Markedsverdi versus estimerte aksjeverdier

DCF-metoden vs Relativ prising			
	31.12.2013		
Beløp i NOK 1000	DCF	P/E	P/BV
Estimertverdi EK	1 434 282	1 453 882	3 520 098
Markedsverdi EK	1 659 653	1 659 653	1 659 653
<b>Differanse EK</b>	<b>-13,58 %</b>	<b>-12,40 %</b>	<b>112,10 %</b>
Estimertverdi per aksje	15,30	15,51	37,54
Markedsverdi per aksje	17,7	17,7	17,7
<b>Differanse i pris</b>	<b>-13,58 %</b>	<b>-12,40 %</b>	<b>112,10 %</b>

Tabell 18 Differanse mellom estimert aksjeverdi og børsverdi. Kilde: Oslo Børs, 2014,

Per 31.12.2013 var markedsprisen for SBO NOK 17,70 per aksje (Oslo Børs, 2014). Vår estimert aksjeverdi ved bruk av DCF-metoden er på NOK 15,30 per aksje. Det vil si at den estimerte verdien er lavere enn markedsprisen og impliserer at Selvaag Bolig aksjekurs er overpriset i markedet.

Ved anvendelse av P/E multiplikator har vi fått en estimert aksjeverdi på NOK 15,51 per aksje. Verdien er noe høyere enn verdien under DCF-metoden. Selv om de estimerte verdiene er ulike gir P/E multiplikatoren samme konklusjon som for DCF-metoden, altså Selvaag Bolig handles for høyt i markedet.

Vi har fått en estimert aksjeverdi på NOK 37,54 per aksje ved bruk av P/BV multiplikator. Dette er betraktelig mye høyere enn markedsverdien og verdiene som er funnet under DCF og P/E. Det er vanskelig å finne konkrete årsaker til denne forskjellen. En mulig forklaring kan være emisjonen som selskapet foretok i 2012 som medførte til stor økning på bokført egenkapital og dermed høy verdi per aksje. Videre vet vi at Selvaag er en tjenesteytende virksomhet, og ved bruk av regnskapsført egenkapital kan det medføre til feilaktig resultat ved bruk av P/BV multiplikatoren.

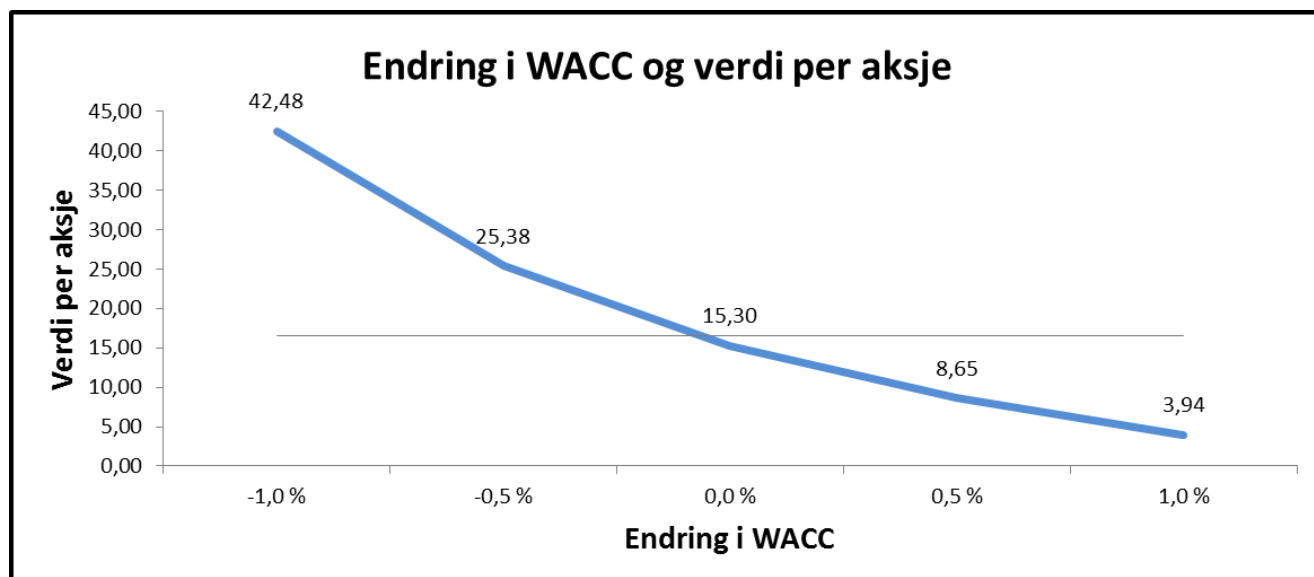
Sist men ikke minst vil vi gjerne poengtere at det er et fåtall av selskaper som Selvaag kan sammenlignes med direkte. Grunnen til dette er som nevnt tidligere, definisjonen av Selvaag Bolig verdikjeden. Dette er en svakhet ved relativ prising metoden i tillegg til problemet som er nevnt under P/BV multiplikatoren. Fordi P/E understøtter konklusjonen vår fra DCF metoden og det er flere svakheter med P/BV, mener vi at Selvaag Bolig aksjeverdi er overvurdert i markedet.

## 8.0 Sensitivitetsanalyse

Det er knyttet stor usikkerhet til verdianslaget på grunn av en rekke forutsetninger som er lagt til grunn for beregning av verdiestimatet. For å kartlegge usikkerheten benytter vi sensitivitetsanalysen. Dette innebærer å endre de mest usikre faktorene i positiv og negativ retning for å se hvilken effekt dette har på verdien til Selvaag Bolig.

### 8.1 WACC

WACC er parameteren som kan gi store effekter på Selvaag Bolig verdi. Det knyttes store usikkerhet til denne parameteren, og er sannsynligvis hovedgrunnen til at verdiestimatet er annerledes enn markedsverdien ved verdsettelsestidspunktet.



Figur 21 Endring i verdi per aksje når WACC varierer. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding.

Som vi ser av figur 21 (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding) vil verdien av selskapet være svært avhengig av hvilke WACC som benyttes. En endring i WACC på 1 prosent i positivt retning vil føre til en verdi per aksje på NOK 3,94. Ser vi på motsatt ende av grafen vil endring på minus 1 prosent føre til at aksjeverdien ende på NOK 42,48 per aksje.

Beta inngår i ligningen til egenkapitalkravet. Øker vi beta til mer normal verdi enn den vi har estimert, fører det til økning i egenkapitalkravet, gitt at andre parameterne i ligningen er konstante. Dette bidrar til at WACC også øker, slik at endringer i beta kan resultere med forskjellige verdier fremvist i figur 21, og aksjekursen synker dersom beta øker.

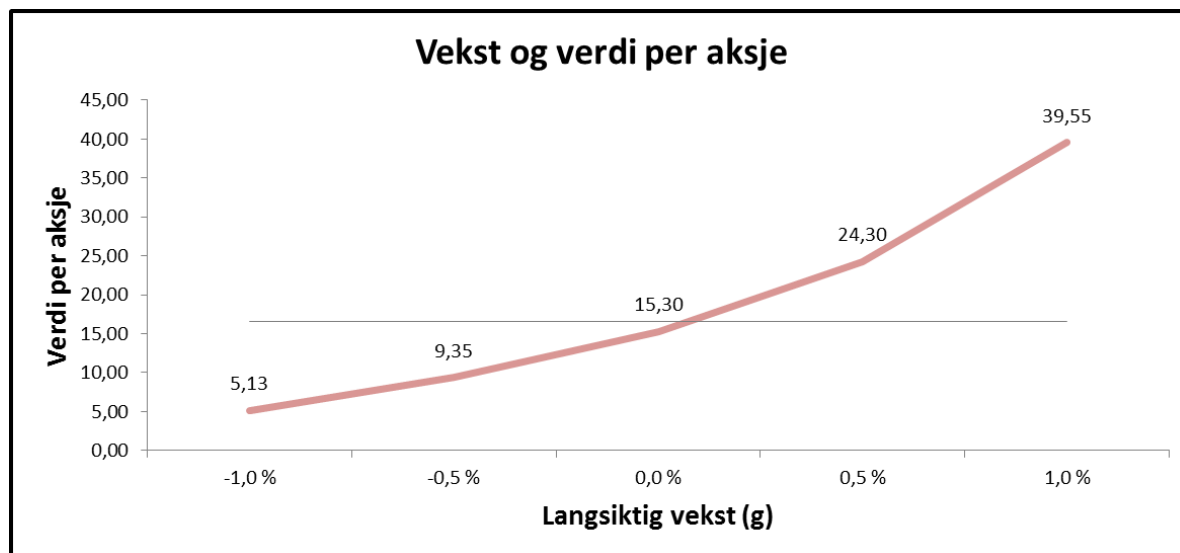
En mulig forklaring til forskjellen mellom vårt verdiestimat og markedets verdsettelse er at prissetterne i markedet ikke er så veldiversifiserte som vi initiert antok. Det kan derfor hende at de benytter andre kapitalprisinde modeller enn CAPM. Det er mulig at markedet tar hensyn til flere faktorer, eksempel bedriftsspesifikke risiko, enn CAPM ved fastsettelse av egenkapitalkravet, noe som kan bidra til at deres avkastningskrav blir ulikt vårt avkastningskrav. Vi vil ikke gå nærmere inn på disse faktorene, men vil gjerne bare poengterer at avkastningskrav mellom CAPM og markedet kan komme av slike ulikheter i beregningen av avkastningskrav.

Dersom markedets investorer benytter CAPM, kan differansen mellom markedets prissetting og vårt verdiestimat også komme av ulike forventninger til risikofri rente, beta og fremtidig

markedspremie. Differansen kan også inntreffe som følge av ulikheter i andre innputt enn avkastningskravet.

## 8.2 Langsiktig vekst (g)

Langsiktig vekst er en innputt som kan også gi store effekter på verdiestimatet. Terminalverdi utgjør en relativt stor andel av totalverdien. Gitt at vår avkastningskrav er det samme som markedets vil antakelse til vekstnivået (g) under dette leddet bidra til store verdiendringer.



Figur 22 Endring i verdi per aksje når langsiktig vekst varierer. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding.

Som vi ser av figur 22 (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding) vil verdien av selskapet være svært avhengig av hvilken langsiktig vekst som benyttes. En endring i vekst på 1 prosent i positivt retning vil føre til en verdi per aksje på NOK 39,55. Ser vi på motsatt ende av grafen vil endringen på minus 1 prosent føre til at aksjeverdien ender på NOK 5,13 per aksje.

## 8.3 Verdi per aksje med varierende WACC og varierende langsiktig vekst

% endring g	% endring i WACC				
	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-1,0 %	17,05	10,07	5,13	1,45	-
-0,5 %	26,49	16,16	9,35	4,53	0,93
0,0 %	42,48	25,38	15,30	8,65	3,94
0,5 %	75,40	40,99	24,30	14,46	7,97
1,0 %	182,52	73,14	39,55	23,25	13,64

Tabell 19 Verdi per aksje ved varierende WACC og langsiktig vekst. Kilde: Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding.

Som vi ser av tabell 19 (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding) samt figur 21 (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding) og 22 (Selvaag Bolig årsrapport, 2013, + egen bearbeiding), WACC påvirker aksjeverdi positiv ved negativ skala. Langsiktig vekst derimot gir høyere aksjeverdi ved positiv skala. Likevel ser vi at endringen i WACC er den som ga størst effekt i aksjeverdi sammenlignet med langsiktig vekst. Dette understøtter om at WACC kan være hovedgrunnen til at vårt verdiestimat er annerledes enn markedsverdien.

## 9.0 Konklusjon

I konklusjonen ønsker vi å besvare problemstillingene som er presentert i oppgavens innledning:

Primær problemstilling: *Hva er estimert aksjeverdi for Selvaag Bolig ASA?*

Aksjeverdien av Selvaag Bolig ASA er estimert til å være NOK 15,30 per aksje. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på NOK 1 434 282 000.

Sekundær problemstilling 1: *Er det avvik i estimert verdi og børsverdi på selskapet?*

Markedsverdien ved verdsettelsestidspunktet er på NOK 17,70 per aksje. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på NOK 1 659 653 000. Det er en avvik på -13,58 % i aksjeverdien.

Sekundær problemstilling 2: *Er selskapet over eller undervurdert i markedet?*

Gitt at antakelsene og analysene i oppgaven inntreffer, er selskapet overpriset i markedet.

## Referanseliste:

Aftenposten (2011). *Oslopolitikerne vil bygge mye mer*. Tilgjengelig fra:

<http://www.aftenposten.no/bolig/Oslopolitikerne-vil-bygge-mye-mer-6666168.html#.UyynYP0ZJyQ> (25.februar.2014)

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A.J. (2011). *Investment and portfolio management* (9.utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Block Watne (2014). *Om Block Watne*. Tilgjengelig fra:

<http://www.blockwatne.no/Om-Block-Watne> (11.februar.2014)

BWG Homes årsrapport 2009. Tilgjengelig fra:

[http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2009/BWG\\_%C3%85rsrapport\\_2009.pdf](http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2009/BWG_%C3%85rsrapport_2009.pdf) (15 mars 2014).

BWG Homes årsrapport 2010. Tilgjengelig fra:

[http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2010/BWG\\_Aarsrapport\\_2010.pdf](http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2010/BWG_Aarsrapport_2010.pdf) (15 mars 2014).

BWG Homes årsrapport 2011. Tilgjengelig fra:

[http://www.bwghomes.no/Global/Arsrapport%202011/BWG%20aars\\_2011\\_NO.pdf](http://www.bwghomes.no/Global/Arsrapport%202011/BWG%20aars_2011_NO.pdf) (15.mars.2014).

BWG Homes årsrapport 2012. Tilgjengelig fra:

[http://www.bwghomes.no/Global/Arsrapport%202012/BWG%20%C3%85rsrapport\\_2012.pdf](http://www.bwghomes.no/Global/Arsrapport%202012/BWG%20%C3%85rsrapport_2012.pdf) (15 mars.2014).

BWG Homes (4Q2013). Tilgjengelig fra:

[http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2013/BWG%20Homes\\_Q4\\_2013\\_presentation.pdf](http://www.bwghomes.no/Global/Rapporter%20og%20presentasjoner/2013/BWG%20Homes_Q4_2013_presentation.pdf) (15.mars.2014)

BWG Homes (2014). *Om BWG Homes*. Tilgjengelig fra:

<http://www.bwghomes.no/no/Om-BWG-Homes/Organisasjon/> (10.april.2014)

Dagbladet (2013). *Nå kan du prute så det spruter på nye boliger*. Tilgjengelig fra:

<http://www.dagbladet.no/2013/11/11/nyheter/okonomi/boligmarkedet/hegnarno/30244999/> (06.01.2014)

Dagens Næringsliv (2013).

*IMF advarer mot norsk boligboble*. Tilgjengelig fra:

<http://www.dn.no/eiendom/article2676829.ece> (06.01.2014)

Dagens Næringsliv (2014). *Lettere for førstegangsetablere å kjøpe bolig*. Tilgjengelig fra:

<http://www.dn.no/privat/privatokonomi/2014/02/06/-lettere-for-forstegangsetablerere-a-kjope-bolig> (15.februar.2014)

Damodaran, Aswath (2012). *Investemnt Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Third Edition. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

Damodaran, Aswath (2014). *Beta by Sector*. Tilgjengelig fra:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)  
(25.mars.2014)

Dimson, E., Marsh P., StauntonM (2000). *Risk and Return in the 20th and 21st Centuries*. Business Strategy Review, 2000, Volume 11 Issue 2, pp1-18.

Eiendom Norge 2014. *Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk April 2014*. Tilgjengelig fra:

<http://eiendommnorge.no/wp-content/uploads/2014/05/Rapport-boligprisstatistikken-april-20141.pdf> (03.mai.2014)

Eiendomsverdi (2013). *Fakta om boligmarkedet Oktober 2013: Byggeaktivitet - markedet for nye boliger*. Tilgjengelig fra:

[http://ev.no/app/Factsheets/Fakta\\_oktober\\_2013.pdf](http://ev.no/app/Factsheets/Fakta_oktober_2013.pdf) (05.februar.2014, krever innlogging)



Finanstilsynet (2013). *Finansielt Utsyn*. Tilgjengelig fra:

<http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Om-Finanstilsynet/Publikasjoner/Finansielt-utsyn/> (06.01.2014)

Koller, T., Copeland, T.E., Wessels, D., Goedhart, M. og Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J. Wiley.

Langli, Christin John (2010). *Årsregnskapet 9.utg.* Oslo.: Gyldendal Akademisk.

Meld. St. 1 (2013-2014). *Nasjonalbudsjettet 2014*. Tilgjengelig fra:

<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Nasjonalbudsjettet-2010/Meld-St-1/> (06.01.2014)

Norges Bank (2013). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet* (Norges Banks rapportserie nr. 3-2013). Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/pengepolitisk-rapport/> (06.01.2014)

Oslo Børs (2014). Søkerord: SBO. Tilgjengelig fra:

[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_\\_ticker=SBO](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=SBO) (14.januar.2014)

Oslo kommune (2014). *Fortsatt sterk befolkningsvekst i Akershus og Oslo i årene fremover*. Tilgjengelig fra:

<http://www.utviklings-og-kompetanseetaten.oslo.kommune.no/oslostatistikken/befolkningsfremskrivninger/artic le166649-41866.html> (17.januar.2014)

Otium årsregnskap (2012). Tilgjengelig fra:

[http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/06/otium\\_arsregnskap\\_2012.pdf](http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/06/otium_arsregnskap_2012.pdf) (11.februar.2014)

Otium (2014). *Om oss*. Tilgjengelig fra:

<http://www.otium.no/bolig/> (11.februar.2014)

Otium årsrapport 2009. Tilgjengelig fra:

<http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/05/Regnskap-2009.pdf> (15 mars. 2014).

Otium årsrapport 2010. Tilgjengelig fra:

<http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/05/Regnskap-2010.pdf> (15 mars.2014).

Otium årsrapport 2011. Tilgjengelig fra:

<http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/05/Regnskap-2011.pdf> (15 mars.2014).

Otium årsrapport 2012. Tilgjengelig fra:

[http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/06/otium\\_arsregnskap\\_2012.pdf](http://www.otium.no/wp-content/uploads/2013/06/otium_arsregnskap_2012.pdf) (15 mars.2014).

Porter, Micheal E. (1979). *How competitive forces shape strategy*. (pdf). Fikk fra veilederen.

Regjeringen (2004). *NOU 2004: 2 kap.6.16 Boligpolitikk*. Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kmd/dok/nouer/2004/nou-2004-2/7/16.html?id=383835> (19.februar.2014)

Regjeringen (2013a). *Kommuneframskrivningar 1103*. Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/pages/38278686/1103Stavanger.pdf> (16.januar.2014)

Regjeringen (2013b). *Kommuneframskrivningar 12001*. Tilgjengelig fra:

<http://www.regjeringen.no/pages/38278684/1201Bergen.pdf> (16.januar.2014)

Selvaag Bolig (2014). *Aksjeinformasjon*. Tilgjengelig fra:

<http://www.selvaagboligasa.no/nb-NO/Aksjeinformasjon.aspx> (11.februar.2014)

Selvaag Bolig årsrapport (2012). *2012 Årsrapport*. Tilgjengelig fra:

[http://www.selvaagboligasa.no/~media/Files/Reports/Aarsrapporter/NOR%20Selvaag%20Bolig%20årsrapport%202012%20DYNAMISK\\_2.ashx](http://www.selvaagboligasa.no/~media/Files/Reports/Aarsrapporter/NOR%20Selvaag%20Bolig%20årsrapport%202012%20DYNAMISK_2.ashx) (03.februar.2014)

Selvaag Bolig (4Q2013). *Rapport for fjerde kvartal*. Tilgjengelig fra  
<http://hugin.info/148038/R/1764875/598962.pdf> (15.mars.2014).

Selvaag Bolig årsrapport (2013). *2013 Årsrapport*. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/148038/R/1773677/604491.pdf> (05.mai.2014)

Sending, Aage (2006): *Innføring i bedriftsøkonomi.4 utgave*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjerke AS

Statistisk Sentralbyrå. (2012a). *Regional framskrivning av antall innvandrere 2011-2040*. Tilgjengelig fra:  
[http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/rapp\\_201211/rapp\\_201211.pdf](http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/rapp_201211/rapp_201211.pdf)  
(16.januar.2014)

Statistisk Sentralbyrå (2012b). *Befolkningsframskrivninger 2012-2100: Resultater*. Tilgjengelig fra:  
[http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/oa\\_201204/brunborg3.pdf](http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/oa_201204/brunborg3.pdf) (17.januar.2014)

Statistisk Sentralbyrå (2013). *Innvandring og utvandring, 2012*. Tilgjengelig fra:  
<http://www.ssb.no/befolkning/statistikker/innvutv/aar> (17.januar.2014)

Statistisk Sentralbyrå (2014a). *Olje- og gassvirksomhet, investeringer, 3. kvartal 2013*. Tilgjengelig fra:  
<http://ssb.no/energi-og-industri/statistikker/oljeinv/kvartal> (16.januar.2014)

Statistisk Sentralbyrå (2014b). *Boligprisindeksen, 1. kvartal 2014*. Tilgjengelig fra:  
<http://ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/bpi> (15.mars.2014)

Titman, S., Martin, J.D. (2008). *Valuation: the art and science of corporate investment decisions*. Boston: Pearson/Addison-Wesley.

Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av askjer: en fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper med hendige tips, verdivurderingsverktøy og praktiske eksempler*. Oslo: Hegnar media.

Veidekke (2014). *Om Veidekke*. Tilgjengelig fra:

<http://www.veidekke.no/om-veidekke/fakta-om-veidekke/> (11.februar.2014)

Veidekke årsrapport (2009). Tilgjengelig fra:

[http://no.veidekke.com/rapporter/2009/aarsrapport/pages/30\\_note1\\_a\\_eiendomsvirkso mheten.html](http://no.veidekke.com/rapporter/2009/aarsrapport/pages/30_note1_a_eiendomsvirkso mheten.html) (15 mars. 2014)

Veidekke årsrapport (2010). Tilgjengelig fra:

[http://no.veidekke.com/rapporter/2010/aarsrapport/pages/30-konsern-note-2-a\\_driftssegmenter-eiendomsvirksomheten.html](http://no.veidekke.com/rapporter/2010/aarsrapport/pages/30-konsern-note-2-a_driftssegmenter-eiendomsvirksomheten.html) (15 mars.2014)

Veidekke årsrapport (2011). Tilgjengelig fra:

<http://no.veidekke.com/rapporter/2011/aarsrapport/pages/2011-30-note2-a-driftssegmenter-eiendomsvirksomheten.html> (15 mars.2014)

Veidekke årsrapport (2012). Tilgjengelig fra:

<http://no.veidekke.com/rapporter/2012/aarsrapport/pages/note2-eiendomsvirksomheten.html>

Veidekke (4Q2013). Tilgjengelig fra:

<http://hugin.info/172/R/1761423/596357.pdf> (15 mars.2014)